

N° 254

—
SÉNAT

SESSION ORDINAIRE DE 1995-1996

Annexe au procès-verbal de la séance du 6 mars 1996.

RAPPORT

FAIT

au nom de la commission des Finances, du contrôle budgétaire et des comptes économiques de la Nation (1) sur le projet de loi de modernisation des activités financières,

Par M. Philippe MARINI,

Sénateur.

TOME I

Exposé général - Examen des articles.

(1) Cette commission est composée de : MM. Christian Poncelet, *président* ; Jean Cluzel, Henri Collard, Roland du Luart, Jean-Pierre Masseret, Mme Marie-Claude Beaudeau, MM. Philippe Marini, *vice-présidents* ; Emmanuel Hamel, René Régnauld, Alain Richard, François Trucy, *secrétaires* ; Alain Lambert, *rapporteur général* ; Philippe Adnot, Denis Badré, René Ballayer, Bernard Barbier, Jacques Baudot, Claude Belot, Mme Maryse Bergé-Lavigne, MM. Roger Besse, Maurice Blin, Joël Bourdin, Guy Cabanel, Auguste Cazalet, Michel Charasse, Jacques Chaumont, Yvon Collin, Jacques Delong, Yann Gaillard, Hubert Haenel, Jean-Philippe Lachenaud, Claude Lise, Paul Loridant, Marc Massion, Michel Mercier, Gérard Miquel, Michel Moreigne, Joseph Ostermann, Jacques Oudin, Maurice Schumann, Michel Sergent, Henri Torre, René Trégouet.

Voir le numéro :

Sénat : 157 (1995-1996).

Marchés financiers.

SOMMAIRE

	<u>Pages</u>
AVANT-PROPOS	13
EXPOSÉ GÉNÉRAL	15
I. BREF REGARD EN ARRIÈRE SUR LA DIRECTIVE	21
A. LES CONCEPTS	21
1. <i>Les instruments financiers</i>	21
2. <i>Les "opérations" ou "services" ou "métiers"</i>	22
3. <i>Les "intermédiaires" ou "prestataires" ou "professionnels"</i>	23
4. <i>Les marchés financiers</i>	24
5. <i>Les contrôles</i>	25
B. LES PRINCIPES	26
1. <i>Libre prestation de services et libre établissement</i>	26
2. <i>Le libre accès aux marchés réglementés</i>	29
II. COMPARAISON ENTRE LA PROPOSITION DE LOI ADOPTÉE PAR VOTRE COMMISSION DES FINANCES ET LE PROJET DE LOI DU GOUVERNEMENT	30
A. LA PROPOSITION DE LOI : UNE VISION STRUCTURANTE DE LONG TERME	31
1. <i>Une fusion radicale des statuts</i>	31
2. <i>Une simplification du schéma de contrôle</i>	32
B. LE PROJET DE LOI : UNE APPROCHE PLUS CONFORME À L'ÉTAT ACTUEL DE DÉVELOPPEMENT DE NOTRE PLACE FINANCIÈRE	33
1. <i>La survivance des anciens statuts</i>	34
2. <i>Le schéma de contrôle : bancarisation et dyarchie</i>	35

III. VERS UNE NOUVELLE SYNTHÈSE	37
A. LA RECONNAISSANCE PLUS FORTE DE LA SPÉCIFICITÉ DES MÉTIERS DU TITRE SANS REMISE EN CAUSE DE L'APPROCHE DE LA BANQUE UNIVERSELLE	37
1. <i>La valorisation du statut des entreprises d'investissement</i>	37
2. <i>L'émergence du concept de prestataire de services d'investissement</i>	38
3. <i>La clarification du rôle respectif des autorités et la meilleure prise en compte des métiers du titre</i>	39
B. UNE PLUS GRANDE PRISE EN COMPTE DE L'AUTONOMIE DE LA GESTION AU SEIN DES MÉTIERS DU TITRE	40
CONCLUSION	43
REMARQUES LIMINAIRES	45
EXAMEN DES ARTICLES	49

**TITRE PREMIER
LA PRESTATION DE SERVICES D'INVESTISSEMENT**

**CHAPITRE PREMIER
LES SERVICES D'INVESTISSEMENT**

**Section 1
Les instruments financiers**

<i>Article premier : Définition des instruments financiers</i>	49
<i>Articles additionnels après l'article premier : Définition des différentes catégories d'instruments financiers</i>	60

**Section 2
Les services d'investissement et les services connexes**

<i>Article 2 : Définition des métiers principaux d'investissement</i>	62
<i>Article 3 : Définition des services connexes d'investissement</i>	70

CHAPITRE II LES PRESTATAIRES DE SERVICES D'INVESTISSEMENT

[Division et intitulé nouveaux]

<i>Article 4 : Nécessité d'un agrément pour effectuer des opérations de services en investissement pour compte de tiers</i>	73
---	----

Section 1 Les différents prestataires de services en investissement

[Division et intitulé nouveaux]

<i>Article additionnel avant l'article 5 : Les différents prestataires de services en investissement</i>	75
<i>Article 5 : Définition des entreprises d'investissement</i>	76
<i>Article additionnel après l'article 5 : Prise de participations par des entreprises d'investissement dans d'autres personnes morales et prise de participations dans des entreprises d'investissement</i>	81
<i>Article additionnel après l'article 5 : Restriction de l'objet social des entreprises d'investissement</i>	82
<i>Article 6 : Capacité des établissements de crédits à fournir des services d'investissement</i>	83
<i>Article 7 : Capacité des sociétés de gestion de portefeuille à fournir des services d'investissement</i>	84
<i>Article 8 : Organisation de la profession</i>	89

Section 2 Agrément

[Division et intitulé nouveaux]

<i>Article additionnel avant l'article 9 : Modification du nom et de la composition des autorités chargées de l'agrément, de la réglementation et du contrôle des prestataires de services d'investissement</i>	90
---	----

Article 9 : Agrément des entreprises d'investissement et des établissements de crédit exerçant des activités de services en investissement	91
<i>Articles additionnels après l'article 9 : Conditions de délivrance de l'agrément</i>	95
Article 10 : Conditions posées à la délivrance et au retrait de l'agrément des prestataires de services d'investissement	96
<i>Articles additionnels après l'article 10 : Conditions de retrait de l'agrément</i>	100
Article additionnel après l'article 10 : L'appellation de "maison de titres" et la dissociation de ce statut de la loi bancaire	101
Article additionnel après l'article 10 : L'appellation de "courtiers en instruments financiers"	106
Article additionnel après l'article 10 : Compétence du Comité des établissements financiers en matière de relations avec les autorités compétentes en matière d'agrément des autres Etats membres de l'Union	107

Section 3 Interdictions

[Division et intitulé nouveaux]

Article additionnel après l'article 10 : Interdiction pour d'autres personnes que les prestataires de services d'investissement d'exercer des activités de services en investissement pour compte de tiers	108
Article additionnel après l'article 10 : Interdiction d'exercice de responsabilités au sein d'une entreprise d'investissement pour cause de condamnation pénale	109
Article additionnel après l'article 10 : Interdiction d'entretenir la confusion sur les activités exercées	110

Section 4 Organisation de la profession

[Division et intitulé nouveaux]

Article additionnel après l'article 10 : Organisation de la profession	111
---	-----

**Section 5
Champ d'application**

[Division et intitulé nouveaux]

Article 11 : Champ d'application de la loi	112
Article additionnel après l'article 11 : Exclusion du bénéfice du passeport européen pour les transmetteurs d'ordre et les négociateurs sur les marchés à terme de marchandise	114

**TITRE II
LES MARCHÉS FINANCIERS**

**CHAPITRE PREMIER
LE CONSEIL DES MARCHÉS FINANCIERS**

**Section 1
Organisation**

[Intitulé modifié]

Article 12 : Composition du Conseil des marchés financiers	115
Article 13 : La formation plénière du Conseil des marchés financiers	119
Article 14 : Les formations spécialisées du Conseil des marchés financiers	120
Article 15 : Les formations disciplinaires du Conseil des marchés financiers	121
Articles additionnels après l'article 15 : Conflits d'intérêt et secret professionnel	122
Article 16 : Décret en Conseil d'Etat relatif aux formations disciplinaires du CMF	123

**Section 2
Attributions relatives à la réglementation**

[intitulé modifié]

Article 17 : Règlement général du CMF	124
--	-----

<i>Article additionnel après l'article 17 : Pouvoirs réglementaires du CMF concernant les offres publiques</i>	133
--	-----

**Section 3
Autres attributions**

[Division et intitulé nouveaux]

<i>Article 18 : Tutelle du Gouvernement vis-à-vis du CMF</i>	134
--	-----

<i>Articles additionnels après l'article 18 : Pouvoir décisionnel d'application du règlement général et pouvoir de certification des contrats-types</i>	135
---	-----

<i>Article 19 : Rapport d'activité du CMF</i>	138
---	-----

**Section 4
Voies de recours**

[Division et intitulé nouveaux]

<i>Article 20 : Voies de recours contre les décisions du CMF</i>	139
--	-----

**CHAPITRE II
LES MARCHÉS RÉGLEMENTÉS**

**Section additionnelle avant la section 1
Les entreprises de marché**

[Division et intitulé nouveaux]

<i>Article additionnel avant l'article 21 : Définition du concept d'entreprises de marché</i>	141
---	-----

**Section 1
Dispositions générales aux marchés réglementés**

<i>Article 21 : Reconnaissance et retrait de la qualité de marchés réglementés</i>	143
--	-----

<i>Article 22 : Conditions de fonctionnement des marchés réglementés et règles d'admission des instruments financiers</i>	147
---	-----

<i>Article 23 : Obligation d'intermédiation et monopole de négociation</i>	151
--	-----

Article additionnel après l'article 23 : Exceptions au monopole de négociation pour les membres d'un marché réglementé 161

Article 24 : Obligation de concentration des transactions sur instruments financiers négociés sur un marché réglementé 162

Article 25 : Régime juridique des opérations financières 166

Section 2
Dispositions applicables aux marchés à terme

Article 26 : Reconnaissance légale des opérations à terme 171

Article 27 : Qualité de membre d'un marché à terme et conditions pour y effectuer de la négociation pour compte propre 173

CHAPITRE III
DISPOSITIFS DE COMPENSATION

Section 1
Dispositions communes à toutes les chambres de compensation

[Division et intitulé nouveaux]

Article 28 : Les chambres de compensation 180

Article additionnel après l'article 28 : Responsabilité juridique et financière des prestataires de services d'investissement et des membres d'un marché réglementé 182

Section 2
Dispositions communes aux chambres de compensation d'un marché réglementé

[Division et intitulé nouveaux]

Article 29 : Dépôts de garantie effectués auprès des chambres de compensation 183

Article 30 : Responsabilité juridique et financière des prestataires de services d'investissement et des membres d'un marché réglementé 185

Article 31 : Procédure collective à l'encontre des adhérents compensateurs 192

Article 32 : Compensation des opérations à terme 193

**TITRE III
LES OBLIGATIONS ET LE CONTRÔLE DES PRESTATAIRES DE SERVICES
D'INVESTISSEMENT**

**CHAPITRE PREMIER
OBLIGATIONS DES PRESTATAIRES DE SERVICES D'INVESTISSEMENT**

**Section 1
Normes de gestion**

[Division et intitulé nouveaux]

Article 33 : Obligations "prudentielles" des entreprises d'investissement 196

Article additionnel après l'article 33 : Pouvoirs de réglementation du Comité de la réglementation financière en matière prudentielle 198

Article additionnel après l'article 33 : Accès des entreprises d'investissement aux marchés interbancaires 199

**Section 2
Obligations comptables et déclaration**

[Division et intitulé nouveaux]

Article additionnel après l'article 33 : Obligations comptables et déclaratives des entreprises d'investissement 201

**Section 3
Règles de bonne conduite**

[Division et intitulé nouveaux]

Article 34 : Obligations "déontologiques" des entreprises d'investissement 202

Article additionnel après l'article 34 : Obligation de du croire 204

Article 35 : Régime des opérations des salariés d'un prestataire de services d'investissement 205

<i>Article 36 : Fonds de garantie</i>	206
<i>Article 37 : Protection des investisseurs</i>	207
<i>Article 38 : Obligations spécifiques aux gestionnaires de portefeuille</i>	209
<i>Article additionnel après l'article 38 : Obligations spécifiques aux sociétés de gestion de portefeuille</i>	211

CHAPITRE II LE CONTRÔLE DES PRESTATAIRES DE SERVICES D'INVESTISSEMENT

Section 1 Compétences de contrôle du Conseil des marchés financiers

[Division et intitulé nouveaux]

<i>Article 40 : Contrôle du CMF sur les entreprises d'investissement</i>	214
<i>Article 41 : Coopération entre les autorités de contrôle national</i>	219
<i>Article 42 : Pouvoir de sanction du CMF</i>	220
<i>Article 43 : Sanctions applicables aux entreprises d'investissement et aux personnes placées sous leur autorité</i>	221

Section 2 Compétences de la Commission des opérations de bourse

[Division et intitulé nouveaux]

<i>Article additionnel après l'article 43 : Compétence réglementaire et de contrôle de la Commission des opérations de bourse à l'égard des gestionnaires</i>	224
---	-----

Section 3 Compétences de contrôle de la Commission financière

[Division et intitulé nouveaux]

<i>Article 44 : Pouvoirs de la Commission bancaire</i>	225
--	-----

**TITRE IV
LIBRE ÉTABLISSEMENT ET LIBRE PRESTATION DE SERVICES SUR LE
TERRITOIRE DES ETATS MEMBRES DE LA COMMUNAUTÉ EUROPEENNE**

Article 45 : Définitions applicables au passeport européen 229

**CHAPITRE PREMIER
LIBRE PRESTATION DE SERVICES ET
LIBERTÉ D'ÉTABLISSEMENT EN FRANCE**

Article 46 : Liberté d'établissement et liberté de prestation de services des entreprises d'investissement agréées dans un Etat de l'Union en France 230

**CHAPITRE II
LIBRE PRESTATION DE SERVICES ET LIBERTÉ
D'ÉTABLISSEMENT SUR LE TERRITOIRE DES AUTRES ETATS MEMBRES
DE LA COMMUNAUTÉ EUROPÉENNE**

Article 47 : Autorités compétentes pour le contrôle des entreprises françaises souhaitant bénéficier du passeport européen 233

Article 48 : Autorités compétentes pour contrôler les entreprises européennes souhaitant exercer en France 235

Article 49 : Intervention d'un décret en Conseil d'Etat pour déterminer les conditions de mise en oeuvre des deux articles précédents. 239

**CHAPITRE III
ACCÈS AUX MARCHÉS RÉGLEMENTÉS DE
LA COMMUNAUTÉ EUROPÉENNE**

Article 50 : Libre accès aux marchés réglementés de l'Union européenne 241

**CHAPITRE IV
DISPOSITIFS DE CONTRÔLE**

Article 51 : Contrôle des entreprises d'investissement de l'Union souhaitant exercer en France 242

**TITRE V
DISPOSITIONS DIVERSES**

**CHAPITRE PREMIER
DISPOSITIONS RELATIVES À LA
COMMISSION DES OPÉRATIONS DE BOURSE**

Article 52 : **Modification de l'ordonnance de 1967 relative à la Commission des opérations de bourse**..... 247

Article 53 : **Dispositions relatives aux mandats en cours des membres du collège de la COB** 256

**CHAPITRE II
DISPOSITIONS RELATIVES AUX SOCIÉTÉS DE GESTION DE
PORTEFEUILLE**

Article 54 : **Personnes habilitées à créer des fonds communs de placement**..... 257

Article 55 : **Sociétés de gestion de portefeuilles**..... 258

Article 56 : **Représentation professionnelle des sociétés de gestion de portefeuille et compétence réglementaire de la COB**..... 260

**CHAPITRE III
DISPOSITIONS DE COORDINATION**

Article 57 : **Dispositions de coordination concernant la loi de 1885 sur les marchés à terme** 263

Article 58 : **Dispositions de coordination concernant la loi de 1988 sur les sociétés de bourse** 265

Article 59 : **Dispositions de coordination concernant la loi de 1984 sur les établissements de crédit**..... 266

Article 60 : **Dispositions de coordination concernant la loi de 1966 sur les sociétés commerciales et la loi du 26 juillet 1991 portant DDOEF, dans ses dispositions relatives à la modernisation financière**..... 275

**CHAPITRE IV
DISPOSITIONS D'APPLICATION**

Article 61 : Dispositions relatives aux personnes morales exerçant déjà des activités de services d'investissement et à la déclaration de marchés réglementés	279
Article 62 : Déclaration concernant les personnes morales françaises ou d'un pays de l'Union exerçant déjà des activités de services d'investissement en libre prestation ou en libre établissement	281
Article 63 : Dispositions transitoires concernant le Conseil des bourses de valeurs et le Conseil du marché à terme et subrogation du Conseil des marchés financiers dans les droits et obligations de ces institutions	282
Article additionnel après l'article 63 : Rapport d'application de la présente loi	283
EXAMEN EN COMMISSION	285
ANNEXE : LISTE CHRONOLOGIQUE DES AUDITIONS	295

AVANT-PROPOS

La directive 93/22 CEE du Conseil du 10 mai 1993 concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières aurait du être transposée dans les législations des différents États membres de l'Union avant le 1^{er} juillet 1995 pour entrer en vigueur, au plus tard, le 31 décembre 1995.

La commission des finances du Sénat s'est efforcée, depuis longtemps déjà, de préparer avec le plus grand soin la transposition de cette directive qu'elle juge importante pour notre industrie financière.

C'est ainsi qu'un groupe de travail a été mis en place en janvier 1994 et a remis un rapport d'information en juillet 1994¹. C'est à ce rapport que nous nous permettons de renvoyer nos collègues pour les principales définitions de ce qu'il est convenu d'appeler "les métiers du titre" et, plus généralement, la description générale de notre système financier.

Par la suite, en février 1995, une proposition de loi a été déposée par votre rapporteur, notre ancien collègue Jean Arthuis et nos collègues, Philippe Adnot, Bernard Barbier, Ernest Cartigny, Jean Clouet et Jacques Oudin². Cette proposition a été rapportée par la Commission des finances du Sénat le 28 juin 1995³, mettant ainsi le Parlement en situation d'entreprendre la transposition dans les meilleurs délais.

Le Gouvernement a préféré déposer son propre texte. C'est ce texte que nous examinons aujourd'hui.

Les échéances politiques importantes qu'a connues notre pays, un calendrier budgétaire serré, la personnalité de chacun des trois ministres de l'économie qui se sont penchés sur ce dossier, ainsi que la volonté d'aboutir à

¹ "La mise en place du marché unique des services financiers. La transposition en droit français de la directive sur les services d'investissement." Rapport Sénat n° 578 1993/1994. Annexé au procès-verbal de la séance du 4 juillet 1994.

² Proposition de loi Sénat n° 225 (1994-1995)

³ Rapport Sénat n° 340 (1994-1995) fait au nom de la commission des finances sur la proposition n° 225.

un "consensus de place", n'ont pas permis l'adoption de ce projet en Conseil des ministres avant le 3 janvier dernier.

Encore faut-il observer que les mesures urgentes imposées par la directive (reconnaissance du passeport européen, reconnaissance des marchés réglementés) ont été prises dans l'intervalle, grâce à l'article 2 de la loi n° 96-109 du 14 février 1996 relative aux relations financières avec l'étranger en ce qui concerne les investissements étrangers en France, adoptée sans modification, mais non sans quelques renoncements, par la Haute assemblée.

Depuis le dépôt de ce texte, le 4 janvier dernier sur le bureau du Sénat, le Parlement a pu disposer du temps nécessaire à un examen sérieux et approfondi.

Cet examen est important car notre place financière est modeste à l'échelle internationale et l'adaptation rapide de son cadre juridique est une condition, sans doute insuffisante, mais en tout cas nécessaire, à son développement.

* *

*

EXPOSÉ GÉNÉRAL

Mesdames, Messieurs,

Le débat qui s'ouvre aujourd'hui sur la transposition en droit français de la transposition de la directive n° 93/22/CEE du Conseil des communautés européennes concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières, loin d'être réservé aux seuls spécialistes, est susceptible d'intéresser tous ceux qui se sentent concernés par l'évolution économique de notre pays.

En effet, derrière le sigle un peu ésotérique de "DSI" trois éléments peuvent être discernés :

- **une liberté nouvelle**, facilement identifiable mais en partie acquise ;
- **un choix juridique difficile** qui incombe au législateur, et à lui seul ;
- **un enjeu économique** qui dépasse largement le seul devenir de nos intermédiaires financiers.

La liberté nouvelle réside dans le passeport européen, c'est-à-dire la possibilité d'exercer librement son métier, en l'occurrence les "métiers du titre", dans tous les pays de l'Union, sans plus de formalités qu'il n'en faut pour l'exercer dans son propre pays et sous le contrôle de ses propres autorités.

A dire vrai, cette liberté fait désormais partie du passé, puisque la directive services en investissements est entrée en vigueur au premier janvier 1996 et que le législateur a transposé, dans un texte récent sur la protection des investisseurs étrangers, les éléments absolument indispensables pour que nos entreprises et nos marchés financiers n'aient pas à souffrir du retard pris dans l'examen du présent projet de loi.

En outre, les intermédiaires financiers européens et même extra-communautaires n'ont pas attendu la DSI pour exercer leurs activités dans l'ensemble des pays de l'Union. La seule différence, de ce point de vue, est qu'ils pourront le faire plus facilement, sans avoir à créer de filiale soumise au droit du pays d'accueil. On le voit, il s'agit davantage d'une différence de degré que de nature. Son importance ne doit pas pour autant être sous-estimée.

Le débat juridique est celui qui s'engage aujourd'hui. Encore faut-il observer que ce débat a bien failli ne pas avoir lieu, tant sa solution apparaissait acquise à certains.

Il est d'abord de savoir dans quelle mesure notre droit favorise ou, au contraire, entrave la liberté nouvellement acquise.

Est-ce que, tout d'abord, nos catégories juridiques sont suffisamment claires pour permettre à n'importe quel citoyen y trouvant un intérêt, de comprendre, sans trop d'efforts, le contenu qu'elles recouvrent ?

Bien sûr, le fait de ne pas pouvoir forcément apposer une étiquette sur les produits que l'on achète, sur les marchés sur lesquels on traite ou sur les gens avec qui l'on négocie, n'a jamais empêché personne de faire des affaires.

Il n'en reste pas moins évident que la clarté des règles contribue au développement économique. Le fait de savoir, par exemple, qu'un astronome n'est pas un astrologue ou qu'un kinésithérapeute n'est pas un rebouteux, n'est-il pas de nature à favoriser le commerce des uns par rapport à celui des autres ? Il en va de même en matière financière.

Or combien de nos concitoyens connaissent les différences entre les agents des marchés interbancaires et les maisons de titres ? Entre celles-ci et les sociétés de bourse ? Entre ces dernières et les sociétés de gestion de portefeuille ? Entre les conseils en investissement et les conseils en patrimoine ? *Etc.*

Dans quelle mesure, ensuite, les **réalités recouvertes par ces catégories ne sont-elles pas contradictoires** ? Quelles sont, par exemple, les différences entre les valeurs mobilières et les titres de créance négociables (TCN) ? Certains vous répondront, de façon tout à fait convaincante : aucune. Quelles sont les différences entre les TCN et les instruments monétaires ? D'autres vous affirmeront, avec autant de persuasion, que les TCN sont bien évidemment des instruments du marché monétaire. Mais voilà, la directive distingue clairement les valeurs mobilières des instruments monétaires. Alors, où classer les TCN ?

Dans ce même ordre d'idées, n'y a-t-il pas **conflit entre certains métiers** ? Par exemple est-il souhaitable que les professionnels du crédit puissent exercer aussi des métiers financiers et si oui, dans quelles conditions ? Notons d'emblée que ce débat a été tranché et qu'il n'est pas question de le rouvrir. Autre exemple : est-il souhaitable de réunir au sein d'une même profession et sous le contrôle des mêmes autorités la négociation et la gestion ? C'est une question que vous aurez à trancher.

Dans quelle mesure, faut-il s'interroger également, **l'accès aux différents métiers doit-il être facilité ou restreint** ? C'est tout le problème de l'agrément et de celui qui le donne. Cela doit dépendre bien évidemment du métier exercé, pourra-t-on dire. Mais une fois ce principe admis, faut-il considérer que les risques que fait courir un banquier à ceux qui lui déposent leur argent, sont les mêmes que ceux qu'un gestionnaire fait courir à ceux qui lui confient la gestion de leurs titres ou qu'un négociateur à ses donneurs d'ordre ? C'est un autre grand débat.

Autre question, liée à la précédente, **faut-il avoir des agréments donnés par des autorités différentes pour des gens qui exercent les mêmes métiers** ? Faut-il par exemple soumettre l'exercice de la gestion pour compte de tiers à l'agrément de la Commission des opérations de bourse (COB), lorsque cette activité est exercée seule, ou à une autorité différente lorsqu'elle est exercée concurremment à une autre activité ? Quel est le sens de cette distinction ? Faut-il soumettre les sociétés de bourse au statut d'entreprise d'investissement, alors que les maisons de titres qui, fondamentalement, exercent le même métier resteraient soumises au statut bancaire ? Voilà encore un thème sur lequel vous aurez à débattre.

Il conviendra également, et ce sera à n'en pas douter l'un des points essentiels du débat, de définir sans ambiguïtés **les éléments à prendre en compte lors de la délivrance des agréments**. De ce point de vue, et sans trop préjuger de ce qui sera dit, la directive apporte des réponses, semble-t-il, tout à fait claires et dont on peut estimer qu'elles n'ont pas suffisamment été prises en compte dans le projet de loi.

Enfin, dernière grande question adressée au législateur : **nos structures de contrôle sont-elles adaptées pour permettre la protection des investisseurs** ? Faut-il multiplier les autorités ou au contraire les regrouper ? Les hiérarchiser ou les mettre en parallèle ? Où doit passer la ligne de partage entre les autorités publiques et les autorités professionnelles ? Quel doit être le rôle des entreprises de marché ? A toutes ces questions, il faudra apporter des réponses claires qui favorisent le développement de notre industrie financière.

Mais derrière ces questions, le choix juridique que vous aurez aujourd'hui à effectuer et qui donne au débat un tour parfois si passionné, est de savoir dans quelle mesure le législateur entend ménager une certaine spécificité des métiers du titre par rapport à ceux du crédit ou au contraire, confondre ces métiers dans l'approche plus englobante de la banque universelle.

L'enjeu économique, enfin, intéresse au premier rang les intermédiaires financiers français. Dans quelle mesure l'ouverture du marché européen représentera-t-elle une chance ou au contraire un risque pour eux ? Dans quelle mesure profiteront-ils ou pâtiront-ils du surcroît de concurrence organisé par la directive ? Certes, le droit ne réussira jamais à faire d'entreprises non rentables des champions nationaux. Par ailleurs, d'autres éléments, d'ordre économique, joueront un rôle certainement plus grand, comme par exemple le fait de pouvoir arbitrer les différents instruments financiers dans une monnaie unique. Néanmoins les structures juridiques ont leur part à remplir dans cette nouvelle étape de la compétition entre les places financières européennes.

Derrière cet enjeu, immédiatement perceptible, se profile un enjeu de plus grande importance encore : quel financement pour notre économie : financement par les banques et/ou par les marchés ? Économie d'endettement ou économie de marchés financiers ?

Certes le débat sur les intermédiaires n'est qu'un des éléments de cette question. D'autres tout aussi déterminants entrent en ligne de compte : dans quelle mesure doit-on enrichir la demande par les privatisations ; dans quelle mesure doit-on structurer l'offre autour des fonds de pension ?

*

Quoi qu'il en soit, ces trois éléments - le passeport, le choix juridique et l'enjeu économique - sont étroitement liés.

En effet, il est nécessaire, pour délivrer le passeport européen, de savoir à qui on le donne, pour faire quoi et sur quels produits.

Cette réflexion a conduit les autorités européennes à s'entendre sur certains concepts :

- **les produits** : c'est la notion "d'instruments financiers";
- **les services** : c'est la notion de "services d'investissement" qui recouvre elle-même plusieurs métiers financiers ;
- **les marchés** : il en existe de deux sortes : ceux qui sont réglementés et ceux qui ne le sont pas ;
- **les prestataires de services** : c'est la notion "d'entreprise d'investissement".

Ces concepts étant définis, le travail du législateur français est de savoir dans quelle mesure ils recouvrent ceux qui leur préexistent et dans quelle autre mesure, il doit s'efforcer d'en créer de nouveaux.

La tâche n'est pas facile et il faut bien prendre conscience que, s'agissant des professions financières, nous sommes confrontés de façon spécifique à une différence fondamentale entre les produits et les prestations.

En effet, lorsque nous allons chez un coiffeur, une telle dissociation n'existe pas. La coupe de cheveux est à la fois le produit et la prestation.

En revanche, en matière financière, cette dissociation existe bel et bien. Il y a bien en effet une différence entre l'opération de banque - mettre à la disposition de la clientèle des moyens de paiement - et le produit lui-même : les moyens de paiement. De même, il existe une différence entre le service en investissement - la négociation de valeurs mobilières - et le produit : les valeurs mobilières.

La difficulté, spécifique de ce projet de loi, et par laquelle il débute, est qu'il faut bien s'entendre sur une définition des "instruments financiers".

Cette difficulté n'existait pas lors de la transposition des directives bancaires, pour une raison bien simple : la définition des instruments bancaires tombe sous le sens commun. C'est la monnaie.

En revanche, la définition des instruments financiers est beaucoup plus problématique. L'article premier est à cet égard très révélateur puisque, tel un inventaire à la Prévert, il énumère une longue liste de douze éléments dont certains se recouvrent, tandis que d'autres peuvent avoir été oubliés (les warrants financiers par exemple).

Partant, fallait-il aligner nos catégories juridiques sur les catégories européennes ? Ce n'est peut-être pas nécessaire. Mais d'un autre côté faut-il continuer à se référer à des notions que nous n'avons jamais définies ? C'est le cas en particulier des valeurs mobilières. N'est-il pas stupéfiant de constater que la seule définition de ce concept partout invoqué ne figure que dans une modeste loi de 1988 sur les organismes de placements collectifs en valeurs mobilières (OPCVM) ?

Ce qui est vrai des instruments l'est aussi des marchés. Il n'existait pas par exemple de définition en droit français d'un marché réglementé. D'où les craintes qu'a pu avoir notre Banque centrale à l'idée que l'autorité en charge de la réglementation des marchés financiers, simple autorité professionnelle, puisse avoir son mot à dire sur le marché monétaire, qualifié, sans plus de précision, de réglementé par la loi antérieure.

C'est dire l'importance des définitions que vous aurez à donner dans ce projet de loi et qui ne manqueront pas de rejaillir sur le travail du codificateur, puisque, bientôt, sera soumis à l'examen du Parlement, un projet de code monétaire et financier.

De la pertinence et de la clarté des concepts définis, de l'utilité des règles posées et, enfin, de l'efficacité des contrôles mis en place ne dépend rien de moins que la stabilité de notre cadre juridique et la capacité de nos entreprises à prospérer dans un vaste marché désormais unifié.

Tel est l'enjeu du présent projet de loi.

Afin d'en prendre l'exacte mesure, il est nécessaire d'effectuer un bref rappel de la signification des concepts et des principes dégagés par la directive, avant de comparer les approches retenues par la proposition de loi adoptée par votre commission en juin 1995 et le projet de loi soumis aujourd'hui à votre examen. Enfin, nous nous efforcerons de présenter les lignes de force qui ont guidé la démarche de votre commission dans l'élaboration des amendements qu'elle vous présente.

I. BREF REGARD EN ARRIÈRE SUR LA DIRECTIVE

Deux séries d'éléments doivent, semble-t-il, être rappelés : d'une part, les concepts, et, d'autre part, les principes.

A. LES CONCEPTS

Les concepts utilisés par la directive sont au nombre de cinq et sont étroitement liés entre eux :

1. Les instruments financiers

Les instruments financiers sont définis par la section B de l'annexe de la directive et comprennent :

- les **valeurs mobilières** et les parts d'un organisme de placement collectif ;
- les **instruments du marché monétaire** ;
- les **diverses catégories d'instruments financiers à terme et les options**.

En fait cette catégorie est si englobante qu'elle doit être plutôt appréhendée en creux : ne sont pas instruments financiers la monnaie nationale et les devises. Si bien que sont exclus du champ de la directive le marché interbancaire *stricto sensu* et le marché des changes au comptant, ainsi que les marchés à terme de matières premières. A cet égard, le sixième considérant de la directive est sans doute plus éclairant que la longue liste de l'annexe :

"une entreprise d'investissement ne peut pas se prévaloir de la présente directive pour effectuer des opérations de change au comptant ou à terme ferme autrement qu'en tant que services liés à la fourniture de services d'investissement (...)".

Par ailleurs, le onzième considérant de l'exposé des motifs de la directive précise que :

"la définition très large des valeurs mobilières et des instruments du marché monétaire retenue dans la présente directive n'a d'effet que pour cette directive et qu'elle n'affecte donc en rien les différentes définitions d'instruments financiers retenues dans les législations nationales à d'autres fins, et notamment à des fins fiscales (...)".

Nous verrons du reste à l'article premier, que notre droit adoptera une classification des instruments financiers quelque peu différente de celle suggérée par la directive.

2. Les "opérations" ou "services" ou "métiers"

Comme il existe des "opérations de banque", il existe des opérations sur titres qui sont susceptibles de constituer plusieurs métiers ou "services" selon la terminologie utilisée par la directive.

En réalité, la directive distingue, comme en matière bancaire, des services principaux, qui seuls bénéficieront du passeport européen, et des services auxiliaires qui n'en bénéficieront pas.

Les métiers principaux sont au nombre de cinq (section A de la directive) :

- la **réception et la transmission d'ordres** ;
- l'exécution d'ordres pour le compte de tiers (ou **négociation pour compte de tiers**) ;
- la **négociation pour compte propre** ;
- la **gestion**, sur une base discrétionnaire et individualisée, de **portefeuilles d'instruments financiers** ;
- la **prise ferme** d'émissions de valeurs mobilières et le **placement** de ces émissions.

Mais ils peuvent être en réalité regroupés en deux grandes catégories ou familles :

1) **la gestion pour compte de tiers** ; qu'elle intervienne sur une **base individuelle** ou sur une **base collective**. Dans tous les cas, le gestionnaire est la personne à qui l'investisseur a délégué (sous mandat écrit dans le cas de la gestion sur base individuelle), le soin de décider pour son compte des arbitrages de placement sur instruments financiers ; il se distingue ainsi du conseil en gestion de patrimoine qui, comme son nom l'indique, ne prend pas la décision, mais y participe. Cette dernière activité est un métier auxiliaire au sens de la DSI ;

2) **la négociation d'instruments financiers** ; qu'elle intervienne sur le **marché primaire** (prise ferme et placement) ou sur le **marché secondaire** (négociation pour compte propre, négociation pour compte de tiers, courtage). Comme son nom l'indique, le négociateur est celui qui négocie, aux meilleures conditions, pour le compte de son client ou pour son propre compte.

3. Les "intermédiaires" ou "prestataires" ou "professionnels"

Fondamentalement, la DSI ne connaît qu'une seule catégorie de professionnels : "les entreprises d'investissement".

Ce sont les personnes morales ou physiques qui "*exercent habituellement une profession ou une activité consistant à fournir à des tiers un service d'investissement à titre professionnel*" (article premier point 2).

En effet, la directive ne connaît des établissements de crédit que par exception et il est intéressant, à cet égard, de relire son article 2 qui dispose que :

"La présente directive est applicable à toutes les entreprises d'investissement. Cependant, seuls le paragraphe 4 du présent article, l'article 8 paragraphe 2, les articles 10, 11, l'article 12 premier alinéa, l'article 14 paragraphes 3 et 4 et les articles 15, 19 et 20 sont applicables aux établissements de crédit dont l'agrément, délivré au titre des directives 77/780/CEE et 89/646/CEE, couvre un ou plusieurs des services d'investissement énumérés dans la section A de l'annexe de la présente directive."

La directive, largement inspirée du droit anglo-saxon, diffère ainsi par construction de la réalité des pays de l'Europe continentale, et en particulier de la France et de l'Allemagne, pays dans lesquels les établissements de crédit effectuent entre 60 % et 80 % des opérations sur titres.

En sens contraire, la directive prévoit que les États membres "*abolissent les règles ou lois nationales ou les statuts des marchés réglementés limitant le nombre de personnes admises*" soit en raison de considérations juridiques (monopole de négociation) ou techniques (*numerus clausus*). Ce qui signifie, notamment, que les établissements auront désormais la possibilité d'exercer directement la négociation de valeurs mobilières, ce qui, jusqu'à présent, n'était pas le cas de la France, l'article premier de la loi boursière de 1988 établissant un monopole au profit des sociétés de bourse.

Toutefois la directive prévoit que "*les États membres qui appliquent, au moment de l'adoption de la présente directive, une législation qui n'autorise les établissements de crédit à devenir membres d'un marché réglementé ou à avoir accès à un tel marché que moyennant une filiale spécialisée, peuvent continuer à appliquer jusqu'au 31 décembre 1996 cette même obligation de façon non discriminatoire aux établissements de crédits originaires d'autres États membres pour l'accès à ce marché réglementé*".

Il convient également de noter que la directive ne s'applique pas davantage aux entreprises d'assurance qui représentent également un pourcentage significatif des opérations sur titres, mais au sujet desquelles la directive considère :

"qu'il y a lieu d'exclure les entreprises d'assurance dont les activités font l'objet d'une surveillance appropriée par des autorités compétentes en matière de contrôle prudentiel et qui sont coordonnées au niveau communautaire ainsi que les entreprises exerçant des activités de réassurance et de rétrocession".

Enfin, la directive exclut également de son champ d'application, les Banques centrales, les personnes morales ou physiques susceptibles d'offrir des services d'investissement, mais dont *"l'activité professionnelle est d'une autre nature"*, comme par exemple les avocats et les notaires ainsi que toute une série de personnes dont il sera donné le détail à l'article 11 du présent projet.

4. Les marchés financiers

La directive ne connaît que deux catégories de marchés financiers : les marchés réglementés et les autres.

1) Les **marchés réglementés** sont ceux sur lesquels les opérations sont caractérisées par le fait que des dispositions établies ou approuvées par des autorités compétentes définissent les conditions de fonctionnement du marché, les conditions d'accès, les conditions d'admission à la cotation et imposent toutes les obligations de déclaration et de transparence prescrites par la directive (article premier point 13 de la directive).

Les autorités compétentes doivent être :

- soit des autorités publiques ;
- soit des organismes reconnus par le droit national ou par des autorités publiques expressément habilités à cette fin par le droit national.

Mais il est important de noter que la qualité de marché réglementé résulte tout d'abord d'une "inscription" sur une liste établie par chaque État membre. En d'autres termes, il ne suffit pas, **pour être marché réglementé**, de fonctionner de façon régulière dans les conditions définies plus haut ; encore faut-il être **"reconnu" comme tel par les autorités de son propre pays.**

L'intérêt de distinguer les marchés réglementés des autres tient essentiellement à la faculté accordée à chaque État membre d'imposer sur les marchés déclarés par lui réglementés, une **obligation de concentration**. L'article 14 point 3 de la directive prévoit en effet que les transactions portant sur un instrument négocié sur un marché réglementé soient effectuées sur ce marché (et pas en dehors).

Néanmoins, le paragraphe 4 de ce même article prévoit que lorsque cette obligation est imposée, les États membres doivent autoriser les investisseurs résidant habituellement sur son territoire à déroger à cette obligation en fonction de critères tenant compte des besoins différents des investisseurs en matière de protection et notamment de la capacité des investisseurs professionnels et institutionnels à agir au mieux de leurs intérêts.

La directive reflète sur ce point un compromis entre l'approche anglo-saxonne qui privilégie les marchés de gré à gré, marchés de professionnels (*market makers*) dirigés par les ordres et qui se nourrissent d'une certaine opacité (les prix et les ordres sont connus des seules parties à la transaction) et l'approche continentale qui privilégie les marchés organisés, dirigés par les prix et dont le principe essentiel est la transparence (le marché est informé à tout moment du prix et du volume des transactions).

2) **Les marchés non réglementés** sont de deux sortes :

- **les marchés organisés**, susceptibles d'avoir une organisation assez proche de celle des marchés réglementés (présence d'une entreprise de marché organisant les transactions et les réglementant) mais sur lesquels la réglementation n'émane pas d'une autorité publique ou d'une autorité reconnue par le droit national ;

- **les marchés de gré à gré**, sur lesquels la loi des parties est la seule loi qui prévaut ; toutefois, il n'est pas exclu que les parties aient recours, le cas échéant, à des contrats types, définis par une association professionnelle (par exemple l'*International Swap Dealers Association* sur le marché des *swaps*).

Cette distinction n'est pas établie par la directive et n'a qu'une valeur doctrinale.

5. Les contrôles

Deux distinctions doivent être établies :

1) **Contrôle des opérations et contrôle des intermédiaires**

Le contrôle peut en effet porter sur les intermédiaires (ratios prudentiels, règles de bonne conduite) ou sur les opérations elles-mêmes (régularité).

Il sera important, dans l'analyse des articles qui suivra, de toujours garder présent à l'esprit que les intermédiaires sont toujours contrôlés, qu'ils agissent sur un marché réglementé ou sur un marché de gré à gré, tandis que le contrôle des opérations ne peut intervenir, par construction, que sur un marché réglementé.

2) Contrôle prudentiel et contrôle déontologique

Ces deux types de contrôle portent sur les intermédiaires.

Le **contrôle prudentiel**, dans son acception française (exactement inverse de la britannique), est celui qui porte sur des **normes de gestion**, relatives à la **liquidité**, la **sécurité**, la **solvabilité** et, plus généralement, **l'équilibre de la structure financière** et la **fiabilité des procédures internes** (enregistrement des opérations, systèmes informatiques...). La réglementation prudentielle porte, notamment, sur des exigences en capital et des ratios de division et de couverture des risques, définis en l'occurrence par une autre directive européenne : la directive "adéquation des fonds propres" plus connue sous son appellation britannique de *capital adequacy*.

Le **contrôle "déontologique"** (qui est le contrôle prudentiel au sens britannique) porte sur "les règles de conduite" que doivent respecter les intermédiaires. Ces règles établissent quelle doit être la **bonne conduite** (*fair practice*) des uns et des autres, en fonction des particularités de leur métier et, surtout, de la **nature professionnelle ou non professionnelle de l'investisseur** pour le compte de qui ils agissent.

B. LES PRINCIPES

Les principes qui ont guidé l'élaboration de la directive sont relativement peu nombreux. Ils se résument, pour l'essentiel à la libre prestation et au libre établissement pour les intermédiaires et à la liberté d'accès aux marchés réglementés.

1. Libre prestation de services et libre établissement

Le **"passeport européen"** consiste tout simplement à pouvoir exercer son métier dans tous les pays de l'Union, sans plus de formalités

qu'il n'en faut pour le faire dans son propre pays et sous le contrôle de ses propres autorités (article 14 de la directive).

En d'autres termes, les intermédiaires désireux d'étendre leurs activités aux autres pays de l'Union n'auront plus à créer de filiales soumises au droit national de chaque pays, mais pourront exercer soit directement (libre prestation de services) soit par l'intermédiaire d'une succursale, simple démembrement physique de l'entreprise (libre établissement).

a) *L'agrément ou passeport*

(1) Le monopole de prestation

Pour pouvoir délivrer le passeport, il est nécessaire que "*chaque État membre (fasse) dépendre d'un agrément l'accès à l'activité des entreprises d'investissement dont il est l'Etat membre d'origine*" (article 3).

C'est le principe qui réserve l'exercice des métiers du titre aux professionnels agréés. Ce principe ne vaut que pour les services exercés à titre professionnel, c'est-à-dire habituellement et pour compte de tiers. Ce "monopole" est identique, en son principe, à celui qui pèse, par exemple, sur les médecins : pour pouvoir exercer la médecine à titre de profession, il faut avoir un diplôme en médecine. Il en va de même en matière financière où les capitaux propres et l'expérience professionnelle suppléent le rôle du diplôme dans la délivrance de l'agrément.

Il est entendu par ailleurs que **l'agrément, au sens de la directive, ne peut en aucun cas être délivré pour des services auxiliaires.** Ce qui signifie que les autorités de chaque État peuvent laisser libre l'exercice de ces métiers, ou au contraire le soumettre à un agrément, mais que dans ce cas, l'agrément national ainsi délivré ne vaut pas passeport européen.

(2) l'agrément à géométrie variable

L'article 3 point 1 de la directive prévoit en effet que "*dans l'agrément sont spécifiés les services d'investissement (...) que l'entreprise est autorisée à fournir*".

Ce qui signifie en d'autres termes que l'agrément peut être délivré métier par métier.

Il s'agit là d'un apport tout à fait essentiel de la directive européenne et qui se démarque de l'approche retenue en droit français pour les banques.

La loi bancaire de 1984 ne connaît en effet qu'un seul agrément bancaire. Même s'il existe plusieurs statuts bancaires (banque, banque mutualiste ou coopérative, caisse d'épargne et de prévoyance, caisse de crédit municipal, société financière ou institution financière spécialisée), le troisième alinéa de l'article 18 prévoit bien que **"les banques peuvent effectuer toutes les opérations de banque"**.

Tel n'est pas le cas en matière financière : **l'entreprise d'investissement ne peut exercer que les services pour lesquels elle a été agréée.**

Le corollaire de ce principe est celui de la pondération de l'exigence en capital par la nature du métier exercé. L'article 3 point 3. est, de ce point de vue, tout à fait explicite puisqu'il dispose :

"les autorités compétentes n'accordent l'agrément que si :

- l'entreprise d'investissement dispose, compte tenu du service d'investissement en question, d'un capital initial suffisant en vertu des règles prescrites dans la directive 93/6/CEE (adéquation des fonds propres) ;*
- les personnes qui dirigent en fait l'activité de l'entreprise d'investissement remplissent les conditions requises d'honorabilité et d'expérience.*

Ce principe est essentiel, puisqu'en pondérant la délivrance de l'agrément par la nature du métier exercé, l'objectif affiché en droit européen est de permettre à de petites entreprises de voir le jour, alors qu'elles ne pourraient pas nécessairement le faire si on leur demandait autant de fonds propres qu'il est nécessaire pour exercer les métiers les plus risqués. Ce principe favorise donc la concurrence entre les intermédiaires.

Par ailleurs, **l'expérience professionnelle** est appelée à jouer un rôle tout aussi essentiel que l'exigence en capital, dans les conditions de délivrance de l'agrément.

b) Les contrôles

Le principe dégagé par les articles 8 et 11 de la directive est le suivant :

(1) le contrôle prudentiel s'exerce à raison de l'agrément

Cela signifie que les autorités françaises en charge de ce contrôle seront compétentes pour contrôler les entreprises agréées en France, que celles-ci exercent sur le territoire national ou dans un autre pays de l'Union.

Inversement, les entreprises non agréées en France, même lorsqu'elles exerceront sur notre territoire, échapperont à la compétence de contrôle de nos autorités.

C'est le principe dégagé par l'article 8 point 3 selon lequel :

"La surveillance prudentielle d'une entreprise d'investissement incombe aux autorités compétentes de l'Etat membre d'origine, que l'entreprise d'investissement établisse ou non une succursale ou qu'elle fournisse ou non des services dans un autre Etat membre (...)."

(2) Le contrôle "déontologique" s'exerce à raison du territoire

Cela signifie concrètement que lorsqu'une entreprise française ira exercer en Angleterre, elle devra le faire selon les règles de bonne conduite établies et contrôlées par les autorités britanniques.

Inversement lorsqu'un *broker* anglais exercera en France, il devra le faire selon les règles de bonne conduite établies et contrôlées par les autorités françaises.

C'est le principe dégagé par l'article 11 point 2 selon lequel :

"Sans préjudice des décisions à prendre dans le cadre d'une harmonisation des règles de conduite, la mise en oeuvre et le contrôle du respect de celles-ci demeurent de la compétence de l'Etat membre où le service est fourni."

2. Le libre accès aux marchés réglementés

Ce principe est posé à l'article 15 point 1. deuxième alinéa de la directive. Il prévoit que :

"Les États membres abolissent les règles ou lois nationales ou les statuts des marchés réglementés limitant le nombre de personnes admises. Si, en raison de sa structure juridique ou de ses capacités techniques, l'accès à un marché réglementé est limité, les États membres font en sorte que cette structure et ces capacités soient régulièrement adaptées. "

Il impose donc la **suppression des monopoles** (structure juridique) **mais aussi celle des *numerus clausus* à raison de la capacité technique** du marché et pour ce qui concerne les entreprises d'investissement (la question se pose en des termes différents pour les personnes physiques qui ne seraient pas des entreprises d'investissement (négociateurs individuels de parquet). Ces personnes ne bénéficiant pas des dispositions de la présente directive (article 2 point 2 point j.), le maintien de *numerus clausus* les concernant peut apparaître légitime.

La liberté des intermédiaires européens à accéder sur n'importe quel marché ne doit pas être confondue avec la liberté des entreprises de marché d'établir un marché dans n'importe quel autre État membre.

Il est par exemple totalement exclu par la directive que le LIFFE anglais installe demain un marché à terme en France ou que le MATIF français fasse de même en Angleterre. L'article 15 point 5 de la directive prévoit en effet que :

"Les dispositions du présent article ne préjugent pas de la faculté des États membres d'autoriser ou d'interdire la création de nouveaux marchés sur leur territoire."

Toutefois, cela n'exclut pas que les marchés qui fonctionnent sans requérir la présence d'une personne physique (marchés électroniques) puissent fournir des écrans sur les territoires des autres Etats. En effet, il s'agit en ce cas de permettre l'accès au marché.

Liberté des intermédiaires, liberté d'accès aux marchés réglementés (mais pas liberté des entreprises de marché), les principes de la directive sont en définitive assez simples et laissent une grande marge de manoeuvre à chaque législateur national pour les interpréter. C'est du reste ce que l'on pourra constater en comparant l'approche retenue par la proposition de loi adoptée par votre commission des finances et le présent projet de loi.

II. COMPARAISON ENTRE LA PROPOSITION DE LOI ADOPTÉE PAR VOTRE COMMISSION DES FINANCES ET LE PROJET DE LOI DU GOUVERNEMENT

Les deux approches normatives retenues étaient et restent substantiellement différentes. En effet, la proposition de loi de votre commission traduisait une vision structurante de long terme de la place financière. Le projet de loi reflète en revanche une approche plus conforme à la réalité juridique et économique française d'aujourd'hui et plus proche des

préoccupations des grands établissements de crédit. Une synthèse entre les deux textes semble néanmoins possible.

A. LA PROPOSITION DE LOI : UNE VISION STRUCTURANTE DE LONG TERME

Il est possible de distinguer deux volets dans la proposition de loi : un **volet statutaire** qui concerne les conditions d'accès à la profession et les obligations auxquelles sont soumis les intermédiaires ; un **volet institutionnel** relatif aux autorités de contrôle. Sur ces deux points, la proposition faisait, selon l'expression d'un haut responsable de la place, "oeuvre d'imagination", puisqu'elle proposait une fusion radicale des statuts et une simplification du schéma d'agrément, de réglementation et de contrôle.

1. Une fusion radicale des statuts

Sans exclure l'intervention directe des établissements de crédit, ni imposer la filialisation de leurs activités, la proposition de loi, fidèle en cela à l'approche retenue par la directive, était tout entière construite autour de la notion d'entreprise d'investissement (article premier).

Elle permettait ainsi la disparition par fusion-absorption des différents statuts qui existent aujourd'hui : les sociétés de bourse, les maisons de titre, les sociétés de gestion de portefeuille, les agents des marchés interbancaires, les sociétés d'investissement, les sociétés de gestion d'OPCVM...

Elle structurait par ailleurs le statut d'entreprise d'investissement autour de trois grands métiers : les gestionnaires d'instruments financiers, les négociateurs et les placeurs.

La ligne de partage passait ainsi entre les établissements de crédit et les entreprises d'investissement :

**Entreprises
d'investissement**

Etablissements de crédit

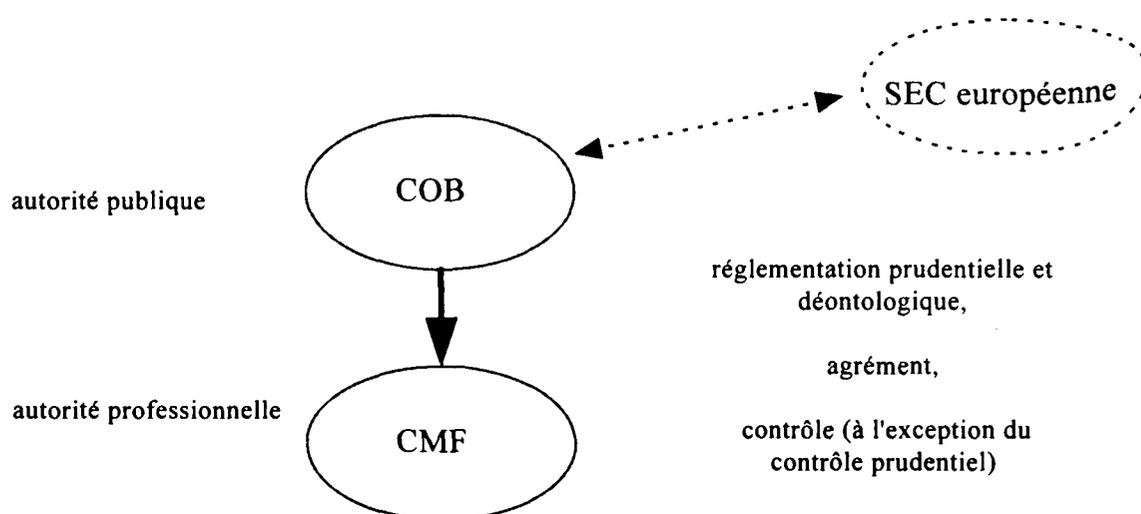
2. Une simplification du schéma de contrôle

En application du principe de l'autonomie des métiers du titre, la proposition de loi prévoyait d'instituer des autorités spécifiques de contrôle, de réglementation et d'agrément pour les entreprises d'investissement.

Elle prévoyait ainsi de mettre en place une autorité professionnelle forte, le Conseil des marchés financiers (CMF), par fusion du Conseil des bourses de valeurs, du Conseil du marché à terme et du Conseil de discipline des OPCVM. Cette autorité aurait eu vocation à exercer l'agrément, le contrôle déontologique et la réglementation des opérations. Seul le contrôle prudentiel demeurait lié à la Commission bancaire.

Partant du postulat qu'il est impossible de dissocier la protection des investisseurs du contrôle des intermédiaires, elle substituait à l'actuelle relation fonctionnelle entre l'autorité publique (la COB) et l'autorité professionnelle (CBV, CMT) une relation hiérarchique souple s'exprimant au travers du pouvoir de nomination conféré à la COB, et l'institution d'un pouvoir d'évocation, permettant à l'autorité publique de reprendre à chaque instant les compétences déléguées par la loi à l'autorité professionnelle.

Elle s'inscrivait ainsi dans une logique paneuropéenne de constitution d'une autorité nationale de supervision des contrôles des marchés financiers européens.



A cela, il convient d'ajouter, d'une part, que la proposition de loi adoptait le parti pris d'un **instrument juridique unique**, lisible aussi bien par la veuve de Carpentras que par le gestionnaire de Singapour, abrogeant et codifiant les nombreuses lois financières antérieures (loi boursière de 1988 ; loi sur les marchés à terme de 1885, loi sur la transparence des marchés de 1989, etc.) et d'autre part, qu'elle **embrassait l'ensemble des métiers du titre, y compris les métiers auxiliaires**, au premier rang desquels le démarchage financier pour lequel elle créait une nouvelle catégorie - les intermédiaires en services d'investissement - dont le régime juridique était en partie calqué sur celui des intermédiaires en opérations de banque prévu par les articles 65 et suivants de la loi bancaire.

Mais la part réservée aux entreprises d'investissement était sans doute trop grande et ne prenait pas suffisamment en compte les aspirations de la place financière. D'autre part, l'heure n'était sans doute pas encore venue de simplifier et de rationaliser substantiellement le paysage institutionnel.

Si bien qu'en dépit d'échos favorables, cette proposition de loi ne fit pas consensus. Du reste, tel n'était pas son objet.

Cet objet était, pour reprendre l'expression de M. Christian Poncelet, Président de la commission des finances du Sénat, lors de sa présentation à la presse en février 1995, de jouer le rôle d'un "aiguillon" dans le débat en cours. Cet objectif semble avoir été atteint.

B. LE PROJET DE LOI : UNE APPROCHE PLUS CONFORME À L'ÉTAT ACTUEL DE DÉVELOPPEMENT DE NOTRE PLACE FINANCIÈRE

Le projet de loi qui vous est présenté a fait l'objet d'un processus de maturation particulièrement long. Trois ministres de l'économie ont eu à en connaître et ses dispositions ont été largement concertées avec les professionnels de la place dont, au demeurant, certains n'ont pas hésité à interpeller le législateur pour qu'il ne modifie en rien un équilibre aussi difficilement trouvé...

En réalité, **ce projet a considérablement évolué** depuis sa première version, soumise à la "concertation de place" en août 1994. Le mérite en revient essentiellement à l'actuel ministre de l'économie et des finances, M. Jean Arthuis, cosignataire par ailleurs de la proposition de loi de la commission des finances du Sénat.

Initialement, le projet de loi procédait par simple intégration des entreprises d'investissement dans la loi bancaire, alors que désormais les entreprises d'investissement sont définies dans la loi financière et les

principales dispositions les concernant, les obligations déontologiques notamment, ont été reprises dans le corps même du projet. Sa qualité juridique s'est, de ce fait, considérablement améliorée.

Par ailleurs, la procédure d'agrément a été substantiellement revue et le projet institue un système dit de "double clef" dans lequel l'autorité professionnelle en charge des métiers du titre conserve un pouvoir décisionnel important, y compris à l'égard des établissements de crédit.

La composition de la COB a été significativement revue en s'inspirant du mode de désignation prôné par la proposition de loi, à l'image de ce qui existe pour le Conseil de la politique monétaire. Désormais la COB comprendra neuf membres, divisés en trois groupes : les représentants des trois juridictions françaises - Cour de cassation, Conseil d'Etat, Cour des comptes - les représentants de l'autorité publique et des autorités professionnelles directement intéressées dans le contrôle de l'épargne publique - la Banque de France, le Conseil des marchés financiers, le Conseil national de la comptabilité - enfin trois personnalités qualifiées désignées par les présidents des assemblées parlementaires et le président du Conseil économique et social et qui ont vocation à représenter les trois mondes que sont les investisseurs, les émetteurs et les intermédiaires.

Enfin, la compétence réglementaire de la COB apparaît beaucoup mieux définie. Sa qualité d'autorité administrative indépendante, déjà reconnue par le juge, est consacrée par le législateur.

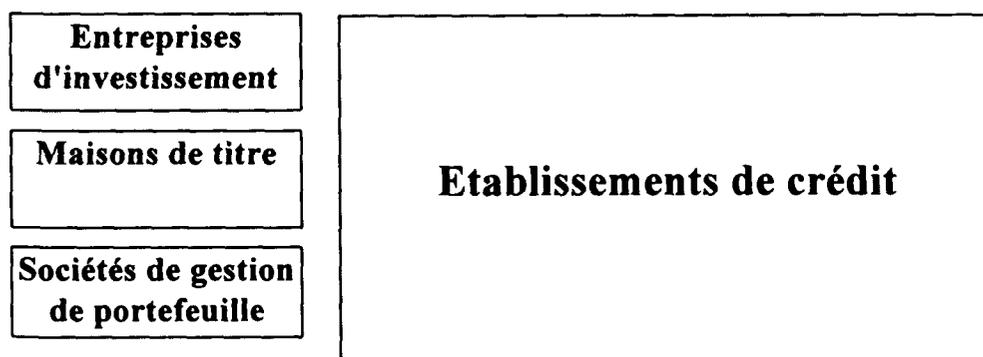
Néanmoins ce projet reste empreint d'un **préjugé très favorable à l'hégémonie des établissements de crédit**, davantage fondé sur l'idée de **l'unicité des métiers du crédit et ceux du titre que sur une autonomie véritable des uns par rapport aux autres**. Cette idée se retrouve aussi bien dans le volet statutaire que dans le volet institutionnel.

1. La survivance des anciens statuts

Là où la proposition de loi fusionnait, le projet de loi empile, puisque, d'une part, à l'exception des sociétés de bourse et, d'autre part, des agents des marchés interbancaires à qui le projet initial ne prévoyait pas d'accorder le statut d'entreprise d'investissement, les statuts de maisons de titres et de sociétés de gestion de portefeuille demeurent.

Par ailleurs, le statut des entreprises d'investissement correspond, à peu près, à l'actuel statut des sociétés de bourse. En effet, le projet de loi ne

prévoit pas de donner aux entreprises d'investissement l'accès au marché interbancaire dans les mêmes conditions que les maisons de titres. Dès lors, les droits conférés aux entreprises d'investissement de faire du placement ou de la prise ferme à l'émission, risquent fort de n'être que virtuels.

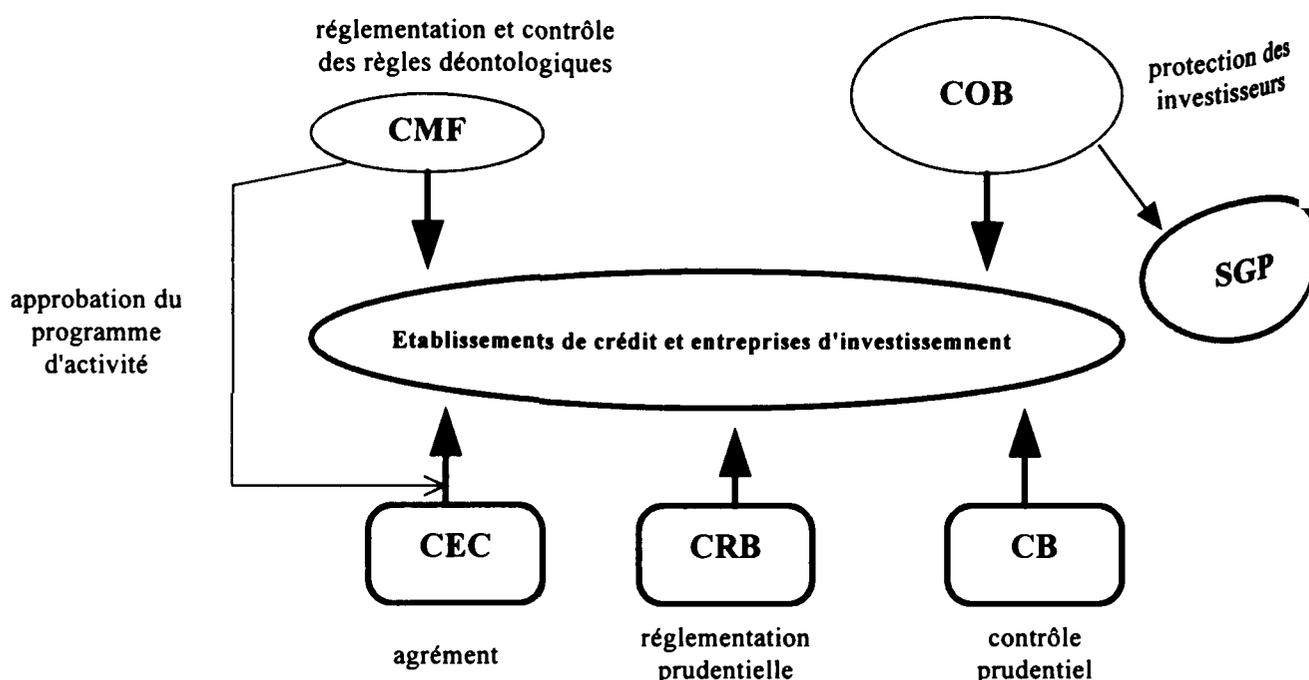


2. Le schéma de contrôle : bancarisation et dyarchie

En dépit de son exposé des motifs qui déclare que "*les entreprises d'investissement disposeront d'autorités d'agrément, de réglementation et de contrôle adaptées à leur spécificité*", le projet de loi prévoit une bancarisation quasi-complète des entreprises d'investissement puisque la réglementation prudentielle est assurée par le Comité de la réglementation bancaire (CRB) (article 33), le contrôle prudentiel est assuré par la Commission bancaire (CB) (article 44) et enfin l'agrément relève, en dernier ressort, du Comité des établissements de crédit (CEC) (article 9 troisième alinéa).

Par ailleurs, le projet de loi laisse inchangé le rapport entre l'autorité publique en charge de la protection des investisseurs, disposant d'une compétence de principe et de larges pouvoirs d'élaboration de la règle, de police de la règle et de sanction de la règle, et l'autorité professionnelle à qui est confiée l'élaboration des règles de bonne conduite (limitativement définie) et le contrôle des intermédiaires. Ainsi, la loi consacrera, d'une part, la dissociation entre la protection des investisseurs et le contrôle des intermédiaires, et d'autre part, la forte asymétrie de légitimité et de pouvoirs des autorités en charge de ces missions.

L'avenir dira si un tel schéma est viable.



Un tel projet a pour avantage de conforter la position dominante des établissements de crédit, sans bouleverser le schéma institutionnel. Il consacre l'approche, traditionnelle en droit français, par statut et non par métier. Enfin, il procède à un nombre considérable de modifications de la loi bancaire. A cet égard, l'article 59 du projet de loi restera sans doute dans les annales de la législation par référence puisqu'il ne contient pas moins de 24 séries de modifications de cette loi, certaines séries modifiant jusqu'à 5 articles à la fois de la loi bancaire.

Témoin de cette vision dégradée de l'entreprise d'investissement, la grande répugnance de certains représentants des maisons de titres à entrer dans la catégorie des entreprises d'investissement et leur farouche détermination à conserver le statut d'établissement de crédit.

Depuis la publication de ce projet de loi, votre commission a beaucoup consulté ¹. De nouvelles pistes de réflexions ont été explorées. Respectant la logique de nos institutions, votre commission a travaillé en étroite collaboration avec les services techniques du ministère de l'économie et des finances, dont la grande disponibilité a permis d'esquisser des voies de

¹ Voir en annexe la liste des auditions.

compromis acceptables par l'ensemble de la profession, sans éviter pour autant de heurter certaines susceptibilités. Telle n'est pas du reste la vocation du Parlement.

Par ailleurs, les positions de votre commission ont notablement évolué. Dans la mesure, par exemple, où la subordination du CMF à la COB n'était pas acceptable par le Gouvernement, la dévolution au CMF d'un pouvoir d'agrément n'était plus légitime. Vouloir maintenir à tout prix cette position aurait fait courir un risque plus grand que le malthusianisme public : le corporatisme privé. Votre commission ne vous demandera donc pas de bouleverser le schéma de contrôle proposé par le Gouvernement, pour revenir au schéma initialement proposé.

Le Gouvernement pour sa part a su prendre en considération les préoccupations, les craintes et les désirs de votre commission et l'essentiel des propositions qui vous seront faites devraient, en principe, recueillir son assentiment.

Si bien qu'aujourd'hui, votre commission est en mesure de vous faire une série de propositions qui aboutissent à dégager une nouvelle synthèse.

III. VERS UNE NOUVELLE SYNTHÈSE

La nouvelle synthèse à laquelle votre commission est arrivée peut être résumée en deux points :

A. LA RECONNAISSANCE PLUS FORTE DE LA SPÉCIFICITÉ DES MÉTIERS DU TITRE SANS REMISE EN CAUSE DE L'APPROCHE DE LA BANQUE UNIVERSELLE

1. La valorisation du statut des entreprises d'investissement

A toutes fins utiles, on rappelle qu'il n'a jamais été question, pour votre commission, d'interdire aux banques françaises d'exercer les métiers du titre (séparation stricte des métiers sur le mode américain du *Glass Steagall Act*), ni même de les obliger à filialiser (séparation souple sur le modèle britannique). L'accès direct, c'est-à-dire sous la même personnalité morale, des établissements de crédit à l'ensemble des métiers du titre qu'ils ne peuvent encore exercer (la négociation), a toujours été la seule hypothèse de travail. Il est confirmé par les propositions qui vous seront faites.

Néanmoins, il n'est pas question d'aboutir à une **confusion des genres** dans laquelle **l'entreprise d'investissement serait un statut mineur** qui ne concernerait presque personne, à l'exception des courtiers en instruments financiers (AMI).

C'est pourquoi, il vous sera demandé de donner **l'accès au marché interbancaire aux entreprises d'investissement**, dans des conditions définies par le Comité de la réglementation bancaire et il vous sera **proposé de mettre fin au rattachement du statut des maisons de titres à la loi bancaire**.

Ces propositions sont essentielles à l'équilibre des professions, car si l'accès des entreprises d'investissement au marché interbancaire était refusé, notre droit consacrerait une distorsion de concurrence au profit des établissements de crédit telle qu'aucune société de bourse n'envisagerait de prendre ce statut et toutes opteraient pour celui de maisons de titres. La bancarisation serait quasi-totale et cette loi serait alors inutile dans la plus grande partie de son dispositif.

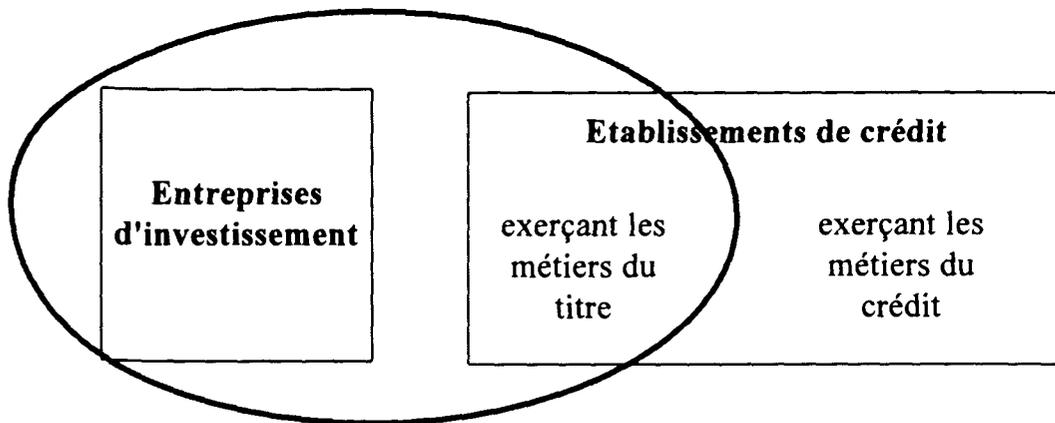
Par ailleurs, les conditions de l'agrément seront clarifiées afin, d'une part, de bien faire la **distinction entre l'agrément de banque et celui de prestataire de services d'investissement** et, d'autre part, d'introduire la **notion essentielle de pondération de l'exigence en capital par la nature du métier exercé**.

Enfin, il vous sera demandé d'assurer **une représentation professionnelle forte des entreprises d'investissement** par la création d'une association française des entreprises d'investissement (AFEI), affiliée à l'actuelle association des établissements de crédit (AFEC), dont il vous sera également demandé de changer le nom.

2. L'émergence du concept de prestataire de services d'investissement

Il vous sera proposé de tirer toutes les conséquences de l'émergence du concept de prestataire de services d'investissement, déjà contenu de façon sous-jacente dans le projet de loi.

Ce concept permettra en effet d'individualiser clairement la ligne de partage entre les métiers tout en prenant en compte la spécificité de notre situation économique :



PRESTATAIRES DE SERVICES D'INVESTISSEMENT

3. La clarification du rôle respectif des autorités et la meilleure prise en compte des métiers du titre

A cet égard, votre commission vous demandera d'adopter deux séries de modifications importantes.

En premier lieu, il vous sera demandé de **modifier le nom et la composition des autorités bancaires désormais chargées de contrôler l'ensemble formé par les établissements de crédit et les entreprises d'investissement**. En particulier, il vous sera proposé d'assurer la présence du Président du CMF au sein de ces instances. En revanche, la composition de la commission bancaire ne sera pas modifiée, afin d'attendre les résultats des nombreuses missions d'information qui, tant du côté du Gouvernement que de celui du Parlement, sont chargées de réfléchir à la question. Selon votre rapporteur, l'essentiel est d'ailleurs de transformer les méthodes de travail de la Commission bancaire en diversifiant son approche, plus que de rectifier sa composition.

En second lieu, il vous sera demandé de **clarifier les missions respectives de l'autorité publique et de l'autorité professionnelle**, d'une part en modifiant l'article premier de l'ordonnance de 1967 et, d'autre part, en assurant la **présence permanente d'un représentant de la COB, sans voix délibérative, au CMF**.

B. UNE PLUS GRANDE PRISE EN COMPTE DE L'AUTONOMIE DE LA GESTION AU SEIN DES MÉTIERS DU TITRE

Une réflexion de place sera menée sur la nécessaire autonomie des métiers de la gestion, non seulement vis-à-vis des métiers du crédit, mais aussi des métiers du titre. Il n'est donc pas question d'anticiper sur cette réflexion.

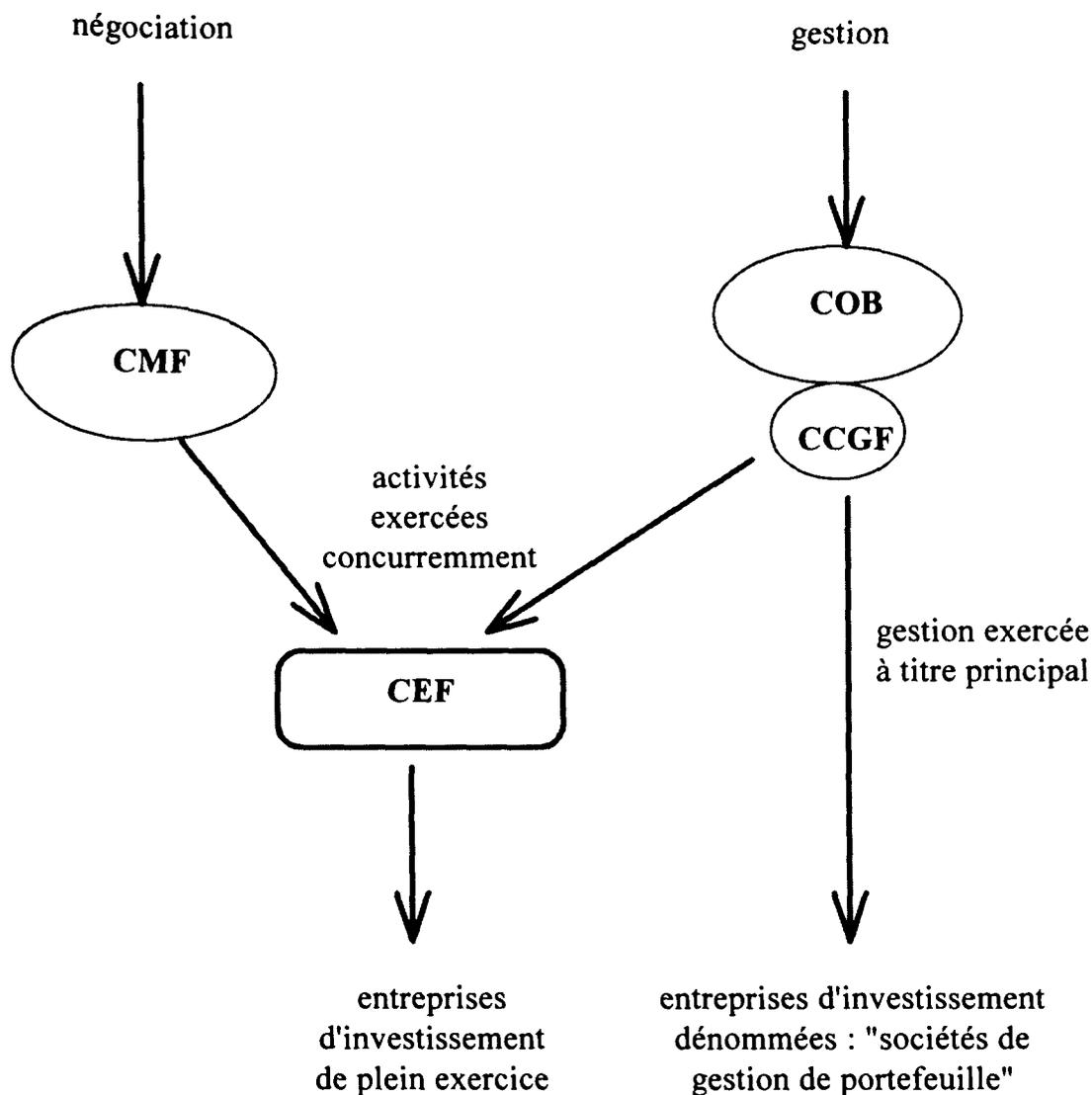
Pour autant, nos gestionnaires, soumis chaque jour à des appels d'offre internationaux (*beauty contests*), doivent pouvoir faire la preuve non seulement de leur compétence, mais aussi de leur indépendance, à l'aune de critères établis selon des standards internationaux. Pour ceux-là, une réponse sur le mode : *"cher client, revenez nous voir dans deux ans, notre indépendance sera mieux affirmée et vos intérêts mieux pris en compte à l'issue du processus dynamique que connaît actuellement notre place"* n'est évidemment pas satisfaisante.

C'est pourquoi il vous sera demandé d'effectuer le strict minimum pour que soit respectée **la règle d'or selon laquelle un même métier doit être soumis à une même règle et contrôlé par une même autorité**. Ceci afin d'assurer la plus grande protection possible aux investisseurs sur les marchés financiers français et éviter que s'instaure une gestion "à deux vitesses".

Dans cette perspective, votre commission vous proposera de **donner compétence à la COB pour délivrer l'approbation des programmes d'activité des gestionnaires pour compte de tiers. La COB sera également chargée d'élaborer et de contrôler les règles de bonne conduite applicables à l'ensemble des gestionnaires**.

Afin de ne pas bouleverser les habitudes actuelles et de conserver l'incitation à la filialisation, qui constitue assurément la voie d'avenir, il vous sera demandé de **maintenir le statut des sociétés de gestion de portefeuille. Toutefois son arrimage à celui des entreprises d'investissement sera plus fortement établi**.

Enfin, votre commission vous demandera de **nommer la commission actuelle placée d'ores et déjà auprès de la COB** et dont le projet de loi prévoit de renforcer les pouvoirs et la représentativité. L'appellation de **Comité consultatif de la gestion financière** vous sera proposée. Les voies de la réforme seront ainsi esquissées pour donner naissance à un Conseil de la gestion financière, autorité professionnelle faisant pendant au CMF, et regroupant les compétences actuellement dévolues au Conseil de discipline des OPCVM.



*

L'ensemble de ces modifications recouvre environ une dizaine d'amendements, soit le dixième à peine de l'ensemble des amendements que vous proposera votre commission des finances.

En effet, votre commission vous proposera un grand nombre d'amendements. Mais ce grand nombre ne doit pas faire illusion. Compte tenu de la grande complexité du droit financier, tout ce qui est en mesure de rendre sa lecture plus simple et plus aisée a été considéré comme bienvenu. C'est l'objet de la plus grande partie des amendements qui vous seront présentés.

Une autre partie des amendements vous propose des modifications importantes comme, par exemple, la **mise en évidence du concept d'entreprises de marché** ou **l'assouplissement des conditions d'approbation des règles de ces entreprises**. Mais pour importantes qu'elles soient, ces modifications apparaissent secondaires dans l'équilibre du projet.

Enfin, il vous sera demandé de préciser dans la loi la composition du CMF et de ne pas laisser ce soin au décret.

Telles sont, en substance, les propositions de votre commission des finances.

*

CONCLUSION

La nouvelle synthèse ainsi dégagée par votre commission ne bouleverserait pas, si elle était retenue par notre Haute assemblée, les équilibres fondamentaux du projet de loi.

Les établissements de crédit pourront exercer, sans plus de formalités qu'il ne leur en faut aujourd'hui, l'ensemble des métiers du titre, y compris la négociation dont ils étaient, il y a encore quelques mois, exclus. Mais ils devront le faire selon les mêmes règles et dans les mêmes conditions de concurrence que les entreprises d'investissement. Il leur appartiendra alors de choisir en fonction de leur stratégie propre entre l'exercice direct et la filialisation dans des structures plus souples. Le dogme de la banque universelle n'est pas remis en cause et le rôle du législateur, en cette matière, est moins d'interdire que de permettre. Il n'est pas non plus d'entériner des pratiques susceptibles d'entraver le dynamisme de la place.

Les entreprises d'investissement seraient dotées d'un statut amélioré, permettant de conjurer le risque d'un ensemble vide. Les maisons de titres seront intégrées à cette nouvelle famille, mais pourront opter si elles le souhaitent, pendant un délai raisonnable de temps, et à condition d'en satisfaire toutes les exigences, pour le statut de banque. Le statut d'entreprise d'investissement ainsi rehaussé devrait permettre l'éclosion de nouvelles entreprises, de taille plus modeste que les banques classiques, et dont la diversité enrichira le tissu de notre industrie financière. Certains jugeront ces préoccupations vaines, considérant que nous sommes entrés depuis longtemps dans une phase de concentration telle que les petites structures n'ont aucune chance. Mais il n'est pas, en tout cas, dans l'intérêt général de figer les évolutions économiques à un moment donné et de conférer à des monopoles de fait l'onction de la loi.

Enfin la gestion pour compte de tiers verrait sa spécificité reconnue. La grande réforme n'est pas encore effectuée. Mais les propositions qui vous sont faites permettraient de garder toutes les options ouvertes et auraient pour mérite d'esquisser ce que pourrait être la configuration définitive de nos institutions financières.

C'est en somme un modèle de collaboration souple des statuts qu'il vous est proposé de mettre en place, plus conforme au génie propre de nos institutions que le régime de séparation inspiré de la directive, mais aussi plus éloigné du régime de confusion des pouvoirs dont notre histoire nous a montré quels excès il était capable d'engendrer.

* *

*

REMARQUES LIMINAIRES

Deux remarques liminaires doivent être faites quant à la forme de ce projet de loi.

En premier lieu, il convient d'observer que la volonté du Gouvernement de présenter des textes brefs a conduit, d'une part, à un usage abusif de la législation par référence et, d'autre part, à regrouper au sein de mêmes articles des dispositions sans rapports évidents les unes avec les autres. Cette évolution n'est pas satisfaisante.

En effet, **le recours à la législation par référence**, susceptible d'être, dans quelques cas, d'une grande utilité (homogénéité des définitions), est dans le cas présent doublement critiquable.

D'une part, il **conduit à une absence de lisibilité, qui porte préjudice à un bon examen du texte et peut induire à de graves confusions entre les concepts** (les entreprises d'investissement sont-elles des établissements de crédit ?). En effet, certaines obligations tout à fait essentielles imposées aux entreprises d'investissement sont posées dans un titre de coordination, par simple extension des obligations existantes applicables aux établissements de crédit.

D'autre part, **il altère significativement la cohérence des lois existantes**. En l'occurrence, si le projet de loi soumis à votre examen était adopté en l'état, la loi bancaire qui fait l'objet d'environ une quarantaine de modifications, ne mériterait plus vraiment son titre de "loi bancaire" et les praticiens seraient en droit de penser que le législateur a mal travaillé.

De même, **le regroupement de dispositions diverses au sein d'un même article pourrait conduire à une législation financière obscure et compliquée**. Une loi plus courte n'est pas forcément synonyme d'une loi mieux faite et, de ce point de vue, ce n'est pas le nombre des articles qu'il convient de prendre en compte, mais le contenu normatif qui s'y rattache. Au

demeurant, il convient de rappeler, à l'instar du rapporteur général de votre commission ¹, que la complexité est souvent mère de l'instabilité juridique.

En second lieu, il convient de souligner **le caractère peu satisfaisant de l'architecture du projet de loi** soumis à votre examen.

En particulier, le contenu du titre II (les marchés financiers) et son articulation avec les titres suivants laissent perplexes.

En effet, ce titre regroupe, d'une part, les dispositions applicables au Conseil des marchés financiers et, d'autre part, celles applicables aux marchés réglementés. Cela peut conduire le lecteur non averti à penser que les compétences du CMF se réduisent au contrôle des marchés réglementés, alors que sa vocation est aussi de contrôler les intermédiaires, qu'ils exercent leur profession sur un marché réglementé ou pas.

Ce regroupement semble d'autant plus critiquable que le titre III, (contrôle des prestataires de services d'investissement) contient également des dispositions relatives au contrôle du CMF sur ces prestataires.

Par ailleurs, le titre V "dispositions diverses", contient des dispositions relatives à la COB qui exerce également un contrôle sur les prestataires de services d'investissement.

Enfin, comme cela a déjà été évoqué, certaines dispositions essentielles relatives à l'extension des compétences du comité de la réglementation bancaire et de la commission bancaire aux prestataires de services d'investissement figurent dans un chapitre intitulé "dispositions de coordination".

Il eût été préférable, pour la bonne compréhension du texte, de bien mettre en évidence les différents concepts que sont les **instruments**, les **services**, les **marchés réglementés**, les **prestataires** et les **autorités de contrôle**.

Afin de ne pas allonger les délais de discussion de ce texte attendu par l'ensemble des professionnels depuis trop longtemps déjà, et compte tenu également de son intégration dans le futur code monétaire et financier qui devrait sans doute être soumis à l'examen du Parlement, lors de la prochaine session ordinaire, votre commission n'a pas jugé utile de vous proposer de modifier l'architecture actuelle du texte, ce qui aurait conduit à un nombre considérable d'amendements de pure forme.

¹ Voir sur ce point commentaire sous l'article 13 du projet de loi de finances rectificative pour 1995 (dispositions fiscales applicables au Nouveau marché) ; Rapport Sénat, n° 132 (1995-1996) p 109 et suivantes.

Néanmoins elle émet le souhait qu'au moment de la codification de cette loi, le Gouvernement prenne en compte ces remarques afin de ne pas reproduire dans l'architecture du nouveau code monétaire et financier, les faiblesses, voire les incohérences, du texte soumis à votre examen.

Ces premières remarques étant faites, il importe néanmoins de saluer l'amélioration significative du projet de loi aujourd'hui soumis à l'examen du Sénat par rapport à l'avant-projet de loi soumis à concertation à la fin de l'été 1995.

* *

*

EXAMEN DES ARTICLES

TITRE PREMIER

LA PRESTATION DE SERVICES D'INVESTISSEMENT

CHAPITRE PREMIER

LES SERVICES D'INVESTISSEMENT

Section 1

Les instruments financiers

Article premier

Définition des instruments financiers

Commentaire : le présent article établit la liste limitative des instruments financiers.

I. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

La notion d'instruments financiers est une notion centrale de la DSI puisqu'elle sert à définir la notion de services d'investissement, notion elle-même utilisée pour définir les entreprises d'investissement susceptibles de bénéficier du passeport européen.

En effet, les services d'investissement sont définis (article premier point 2. de la directive) comme étant ceux "*figurant à la section A de l'annexe (métiers principaux) et portant sur l'un des instruments énumérés à la section B de l'annexe (instruments), fourni à des tiers*".

Par ailleurs, l'annexe B de la directive définit les instruments financiers comme :

1. a) **Valeurs mobilières.**
b) **Parts d'un organisme de placement collectif.**
2. **Instruments du marché monétaire.**
3. Les **contrats financiers à terme** (*futures*), y compris les instruments équivalents donnant lieu à un règlement en espèces.
4. Les **contrats à terme sur taux d'intérêt** (FRA).
5. Les **contrats d'échange** (*swaps*) sur taux d'intérêt, sur devises ou les contrats d'échange sur des flux liés à des actions ou à des indices d'actions (*equity swaps*).
6. **Options** visant à acheter ou à vendre tout instrument relevant de la présente section de l'annexe, y compris les instruments équivalents donnant lieu à un règlement en espèces. Sont comprises en particulier dans cette catégorie les options sur devises et les taux d'intérêt.

On notera que cette liste est très large puisque elle englobe l'ensemble des produits financiers à l'exception des moyens de paiement nationaux et des devises.

Par ailleurs, l'article premier points 3) et 4) de la directive distingue les instruments monétaires des valeurs mobilières.

- les valeurs mobilières sont :

- * les actions et autres valeurs assimilables à des actions ;
 - * les obligations et autres titres de créance, négociables sur les marchés de capitaux ;
 - * toutes autres valeurs habituellement négociées permettant d'acquérir de telles valeurs mobilières par voie de souscription ou d'échange ou donnant lieu à un règlement en espèces,
- à l'exclusion des moyens de paiement.

- les instruments du marché monétaire sont :

- * les catégories d'instruments habituellement négociées sur le marché monétaire.

Le présent article, dans la ligne de l'annexe B de la directive, donne une liste limitative de douze instruments financiers qui sont :

- a) les valeurs mobilières telles que définies par l'article premier de la loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988 relative aux OPCVM, à savoir : *"les titres émis par des personnes morales publiques ou privées, transmissibles par inscription en compte ou tradition, qui confèrent des droits identiques par catégorie et donnent accès, directement ou indirectement, à une quotité du capital de la personne morale émettrice ou à un droit de créance général sur son patrimoine"* ;
- b) les parts de fonds communs de placement ;
- c) les parts de fonds communs de créance ;
- d) les titres de créance négociables tels que définis par l'article 19 de la loi n° 91-716 du 26 juillet 1991 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier, à savoir : *"les titres émis au gré de l'émetteur, négociables sur un marché réglementé, qui représentent chacun un droit de créance pour une durée déterminée"*;
- e) les titres émis par l'Etat ;
- f) les contrats à terme sur tous effets ;
- g) les contrats à terme sur valeurs mobilières ;
- h) les contrats à terme sur taux d'intérêt, sur indices et sur devises ;
- i) les contrats à terme sur toutes marchandises et denrées ;
- j) les contrats d'échange ;
- k) les bons d'options ;
- l) les bons d'acquisition ;
- m) tous autres instruments ou opérations de marché à terme.

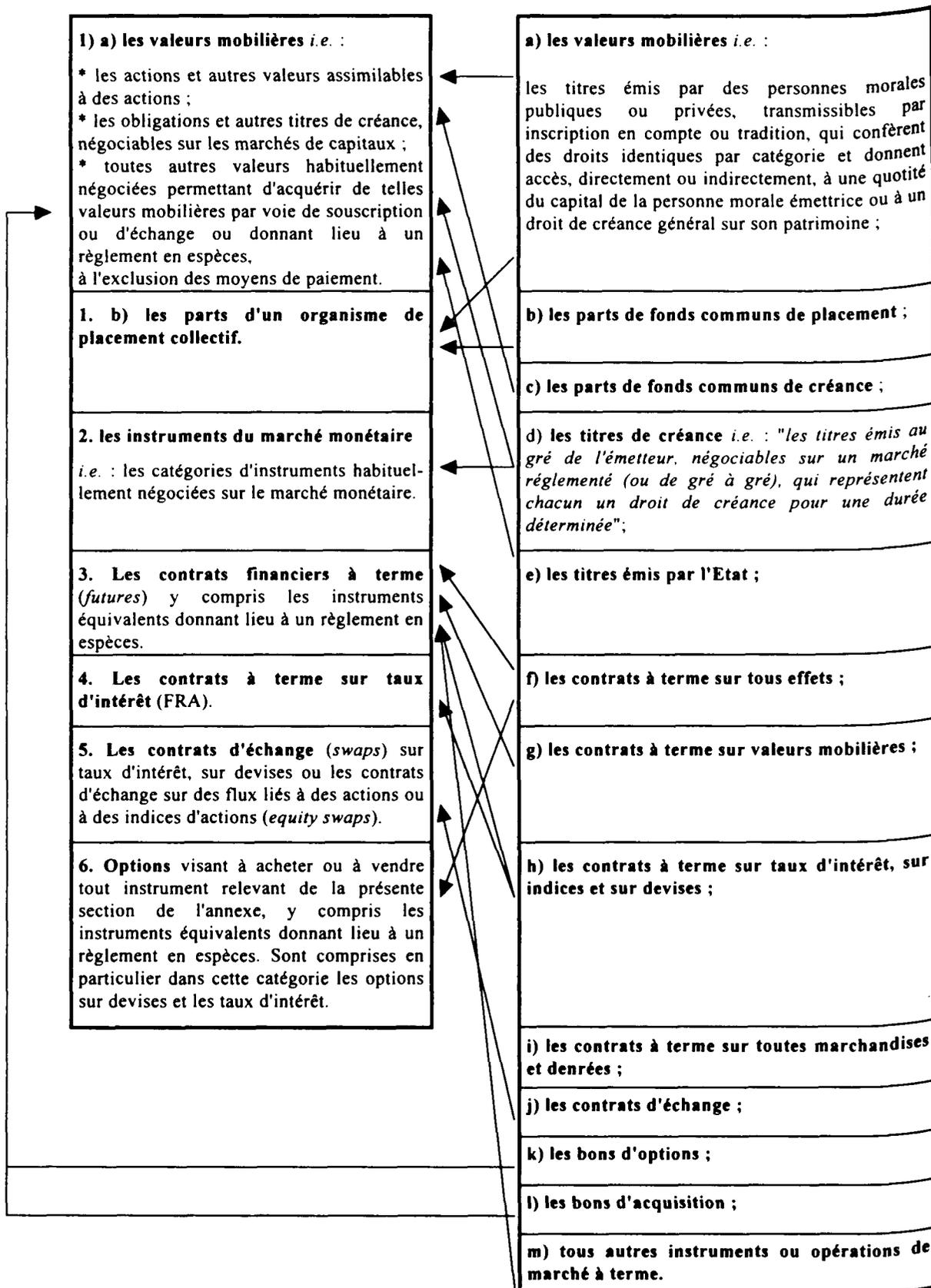
DÉFINITION DES INSTRUMENTS FINANCIERS

AU SENS DE LA DIRECTIVE

1) a) les valeurs mobilières i.e. : * les actions et autres valeurs assimilables à des actions ; * les obligations et autres titres de créance, négociables sur les marchés de capitaux ; * toutes autres valeurs habituellement négociées permettant d'acquérir de telles valeurs mobilières par voie de souscription ou d'échange ou donnant lieu à un règlement en espèces, à l'exclusion des moyens de paiement.
1. b) les parts d'un organisme de placement collectif.
2. les instruments du marché monétaire <i>i.e. :</i> les catégories d'instruments habituellement négociées sur le marché monétaire.
3. Les contrats financiers à terme (futures) y compris les instruments équivalents donnant lieu à un règlement en espèces.
4. Les contrats à terme sur taux d'intérêt (FRA).
5. Les contrats d'échange (swaps) sur taux d'intérêt, sur devises ou les contrats d'échange sur des flux liés à des actions ou à des indices d'actions (equity swaps).
6. Options visant à acheter ou à vendre tout instrument relevant de la présente section de l'annexe, y compris les instruments équivalents donnant lieu à un règlement en espèces. Sont comprises en particulier dans cette catégorie les options sur devises et les taux d'intérêt.

AU SENS DU PROJET DE LOI

a) les valeurs mobilières i.e. : les titres émis par des personnes morales publiques ou privées, transmissibles par inscription en compte ou tradition, qui confèrent des droits identiques par catégorie et donnent accès, directement ou indirectement, à une quotité du capital de la personne morale émettrice ou à un droit de créance général sur son patrimoine ;
b) les parts de fonds communs de placement ;
c) les parts de fonds communs de créance ;
d) les titres de créance i.e. : "les titres émis au gré de l'émetteur, négociables sur un marché réglementé (ou de gré à gré), qui représentent chacun un droit de créance pour une durée déterminée";
e) les titres émis par l'Etat ;
f) les contrats à terme sur tous effets ;
g) les contrats à terme sur valeurs mobilières ;
h) les contrats à terme sur taux d'intérêt, sur indices et sur devises ;
i) les contrats à terme sur toutes marchandises et denrées ;
j) les contrats d'échange ;
k) les bons d'options ;
l) les bons d'acquisition ;
m) tous autres instruments ou opérations de marché à terme.



Les observations suivantes s'imposent :

En premier lieu, on peut regretter que le projet de loi ne donne pas de définition des instruments financiers valable *erga omnes* mais seulement "pour la présente loi" et comportant, de surcroît, des références à des lois antérieures.

Or, une telle définition eût été d'autant plus facile à donner que la notion d'instruments financiers n'est pas définie dans notre droit.

En second lieu, le présent article a souhaité reprendre les anciennes catégories juridiques qui existent en droit français sans repenser l'ensemble des définitions, ce qui conduit à un certain découplage des notions, sans grandes conséquences juridiques, mais qui nécessite certaines observations.

1. Les valeurs mobilières

S'agissant tout d'abord des valeurs mobilières, la différence entre la définition donnée par le droit communautaire et celle valable en droit français (ou du moins dans la loi du 23 décembre 1988, puisqu'il n'existe pas de définition *erga omnes* des valeurs mobilières) a conduit les rédacteurs du projet à créer des catégories supplémentaires, ou au contraire à retrancher de certaines catégories visées par la directive, certains instruments visés dans la catégorie des valeurs mobilières.

Ainsi, le projet de loi vise au b) les parts de fonds communs de placement et non pas l'ensemble des OPCVM, dans la mesure où les actions de SICAV sont déjà comprises dans la catégorie des valeurs mobilières, telle que définie par la loi du 23 décembre 1988, puisqu'il s'agit, par définition, d'actions de sociétés.

En sens contraire, le e) identifie distinctement les titres émis par l'Etat dans la mesure où ces titres ne sont que pour partie seulement compris dans la catégorie des valeurs mobilières (OAT). En effet, les bons du Trésor négociables (BTN) et les bons du Trésor à taux annuel (BTAN) ne sont ni des valeurs mobilières, ni des titres de créance négociables.

De même, le c) identifie distinctement les parts de fonds communs de créances.

2. Les parts de fonds communs de placement

Il est assez étrange de viser distinctement les fonds communs de placement dans la mesure où la loi du 23 janvier 1988 précise en son article 7 paragraphe I que *"le fonds commun de placement, qui n'a pas la personnalité morale, est une copropriété de valeurs mobilières (...) les parts sont des valeurs mobilières."*

3. Les parts de fonds communs de créances

Aux termes de l'article 34 de la loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988, *"le fonds commun de créances est une copropriété qui a pour objet exclusif d'acquérir des créances détenues par des établissements de crédit, la Caisse des dépôts et consignations ou les entreprises d'assurance et d'émettre des parts représentatives de ces créances. (...) Les parts sont des valeurs mobilières."*

4. Les titres de créance négociables

S'agissant ensuite des **titres de créance négociables**, on rappelle que leur spécificité tient moins à une définition qu'à un régime juridique : celui de la loi n° 91-716 du 26 juillet 1991 portant DDOEF. Cette catégorie est plus large que celle des instruments monétaires au sens de la directive puisqu'elle recouvre, si l'on prend pour critère la durée des titres, à la fois des instruments très proches des valeurs mobilières (par exemple des certificats de dépôts émis pour 7 ans) et au contraire certains instruments (par exemple certains certificats de dépôt émis pour quelques jours) dont la qualification de monétaire ne semble faire aucun doute.

On peut regretter cette absence de distinction dans la mesure où elle aurait pu servir de base à un partage des compétences entre le Conseil de la politique monétaire, chargé de réglementer les instruments monétaires et le CMF, chargé de réglementer tout ou partie des valeurs mobilières, ce que faisait précisément l'article 3 de la proposition de loi.

Par ailleurs, il convient de relier les dispositions du présent article à celles du paragraphe II de l'article 60 du projet de loi qui, d'une part, prévoit que les titres de créance négociables pourront être négociés non seulement sur un marché réglementé, mais aussi sur un marché de gré à gré et, d'autre part, abroge le paragraphe V de l'article 19 de la loi du 26 juillet 1991 aux termes duquel :

"Le marché des titres de créance négociables est réglementé par le comité de la réglementation bancaire ¹ statuant dans les formes prévues à l'article 32 de la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 précitée ; le règlement prévoit les dispositions propres à assurer le bon fonctionnement du marché des titres de créance négociables".

Il apparaît donc que les titres de créances sont des instruments financiers, non qualifiés d'instruments monétaires au sens de la loi française.

Cette modification de la loi française est importante et pose la question de la capacité de la Banque centrale à assurer la mission que lui assigne la loi de mettre en oeuvre la politique monétaire.

Or, de ce point de vue, le Conseil de la politique monétaire conserve, en vertu de l'article 7 de la loi du 4 août 1993, toute compétence pour définir les *"opérations auxquelles procède la Banque, et notamment les modalités d'achat ou de vente, de prêt ou d'emprunt, d'escompte, de prise en gage, de prise ou de mise en pension de créances et d'émission de bons portant intérêt. Il détermine la nature et l'étendue des garanties dont sont assortis les prêts consentis par la Banque dans le cadre de la conduite de la politique monétaire. Il définit également les obligations que la politique monétaire peut conduire à imposer aux établissements de crédit et notamment l'assiette et les taux des réserves obligatoires qui, le cas échéant, s'appliquent dans le cadre comptable de la réglementation bancaire."*

En d'autres termes, même si le marché des TCN devient marché de gré à gré au sens de la directive, les pouvoirs de la Banque de France restent intacts pour définir la réglementation des mécanismes de refinancement des titres éligibles auprès d'elle.

S'agissant toujours des titres de créance négociables, la question se pose de savoir dans quelle mesure le fait de viser la définition donnée par l'article premier de la loi de 1988, tout en visant distinctement l'article 19 de la loi du 26 juillet 1991, n'est pas incompatible. En effet, dans la définition donnée par la loi de 1988, les titres de créance sont des valeurs mobilières "au sens de la présente" loi dans la mesure où ce sont bien des *"titres émis par les personnes morales publiques ou privées (...) qui donnent accès (..) à un droit*

¹ On rappelle que le Comité de la réglementation bancaire comprend aux termes de l'article 30 de la loi bancaire : "le ministre chargé de l'économie et des finances, président, le gouverneur de la Banque de France, vice-président et quatre membres nommés par arrêté du ministre chargé de l'économie et des finances pour une durée de trois ans : un représentant de l'association française des établissements de crédit, un représentant des organisations syndicales représentatives du personnel des établissements de crédit et deux personnalités choisies en raison de leurs compétences".

de créance général sur son patrimoine". En reprenant la définition de la loi de 1988, le projet de loi inclut-il les titres de créance négociables dans la définition des valeurs mobilières ?

Il ne le semble pas puisqu'il les vise distinctement par ailleurs.

Toutefois, la distinction ainsi opérée est de nature à jeter un trouble sur les OPCVM français, dont certains d'entre eux sont spécifiquement investis en titres de créance négociables.

Pour ceux-là, le problème peut être énoncé de la façon suivante : si les TCN ne sont pas des valeurs mobilières, les OPCVM français composés de ces titres n'ont pas accès au passeport européen, au sens de la directive de 1985, dans les mêmes conditions qu'aujourd'hui.

En réalité, il faut comprendre du projet de loi que les titres de créance ne sont pas des valeurs mobilières mais des instruments financiers *sui generis*, sauf au sens de la loi de 1988 qui définit le régime juridique des valeurs mobilières et que le présent projet de loi ne remet pas en cause.

5. Les titres émis par l'Etat

Les catégories les plus répandues de titres émis par l'Etat sont les bons du Trésor négociables (BTN), les bons du Trésor à intérêt annuel (BTAN) et les obligations assimilées du Trésor (OAT). Il faut observer que l'Etat peut émettre des titres non négociables.

6. Les contrats financiers à terme

S'agissant des **contrats financiers à terme**, le projet de loi a repris l'énumération de l'article premier de la loi du 28 mars 1885 sur les marchés à terme qui vise :

- les **marchés** (au sens d'opérations) **à terme sur effets publics et autres** [(f) "*les contrats à terme sur tous effets*")] ;
- tous **marchés à terme sur valeurs mobilières** [(g) "*les contrats à terme sur valeurs mobilières*")] ;
- tous **marchés sur denrées et marchandises** [(i) "*les contrats à terme sur toutes marchandises et denrées*")] ;

- tous **marchés sur taux d'intérêt, sur indices ou sur devises** [(h) "*les contrats à terme sur taux d'intérêt, sur indices et sur devises*")].

A ces catégories a été rajoutée une catégorie "balai" : m) "*tous instruments ou opérations de marché à terme*".

Dans la mesure où ces opérations sont définies à l'article 26 du présent projet de loi, il serait souhaitable de les regrouper dans une seule et même définition.

Enfin, il va de soi que les contrats à terme sur tous effets ne doivent pas être entendus comme visant également les pensions livrées, les prêts de titres ou les rémérés qui sont des instruments monétaires, faisant l'objet d'une réglementation spécifique¹.

7. Les contrats à terme sur toutes marchandises et denrées

Il convient également de noter que la notion de "*contrats à terme sur toutes marchandises et denrées*", prévue dans le projet de loi, est expressément écartée par la directive dont l'article 2 point 2. prévoit que :

"la présente directive n'est pas applicable :

"i) aux personnes dont l'activité principale consiste à négocier des matières premières entre elles ou avec des producteurs ou des utilisateurs à des fins professionnelles de ces produits et qui ne fournissent des services d'investissement qu'à ces contreparties et dans la mesure nécessaire à l'exercice de leur activité principale."

Il semble donc nécessaire de prévoir que les entreprises d'investissement qui n'exerceraient leurs activités que sur ces marchés ne disposeront pas du passeport européen, de même que celles exerçant en partie sur ces marchés ne disposeront pas du passeport européen pour ces activités.

A cet égard, il convient de signaler que la Commission européenne s'est engagée à envisager l'extension aux matières premières des dispositions de la DSI, trois ans après l'adoption de cette même directive. D'après les informations dont dispose votre rapporteur, des consultations ont été engagées

¹ La pension livrée a été définie législativement par la loi n° 93-1444 du 31 décembre 1993 portant diverses dispositions relatives à la Banque de France, à l'assurance, au crédit et aux marchés financiers, et le prêt de titres par les lois n° 87-416 du 17 juin 1987 relative à l'épargne et n° 91-716 du 26 juillet 1991 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier.

sur ce point. Pour l'instant, tous les pays européens semblent favorables à une telle extension, à l'exception du Royaume Uni qui est le pays dans lequel ces marchés sont le plus développés.

8. Les bons d'options et les bons d'acquisition

Enfin, les **bons d'options et les bons d'acquisition** sont définis respectivement par les articles 339-5 et 339-1 de la loi du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales, de façon évidente pour les seconds, moins claire pour les premiers.

L'on rappelle que les bons d'options, dont la catégorie englobe les warrants financiers, confèrent à leurs titulaires le droit de souscrire des titres qui eux mêmes donnent le droit d'acquérir des valeurs représentant une quote-part du capital de la société émettrice ou d'une société tierce et sont soumis aux dispositions qui régissent les valeurs mobilières. Toutefois, le terme de bon d'options n'est ni conforme à la réglementation de la COB, ni à celle du CBV, ni à la cote officielle, ni à la directive sur les fonds propres qui ne connaissent que les "warrants".

Les bons d'acquisition sont des bons d'options restreints à l'acquisition d'actions.

II. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION

Dans la mesure où un projet de loi de codification est actuellement en cours d'élaboration, il est apparu souhaitable à votre commission d'harmoniser les grandes catégories d'instruments financiers avec celles prévues par ce projet et qui sont :

- les valeurs mobilières ou "titres" ;
- les parts d'organismes de placement collectif (SICAV, FCP, FCC, SCPI) ;
- les instruments financiers à terme.

Le débat sur les titres de créance négociables doit être dépassé. En effet, dans la mesure où ne sont pas définis les instruments du marché monétaire, il semble possible de considérer que les titres de créance sont des valeurs mobilières, sans pour autant amoindrir en quoi que ce soit les pouvoirs de réglementation et de contrôle dont dispose, à leur égard, la Banque de France en vertu de l'article 7 de la loi du 4 août 1993 et de l'article 4 du décret n° 92-137 du 13 février 1992 qui conserve, pour l'essentiel, sa base légale.

On rappelle que cet article prévoit que :

"La Banque de France veille au respect par les émetteurs de titres de créance négociables des conditions d'admission prévues par la loi du 26 juillet 1991, par le présent décret et par les règlements du Comité de la réglementation bancaire mentionnés aux III et ~~V~~ (abrogé par le présent projet de loi) de l'article 19 de la loi du 26 juillet 1991 susvisée. Elle peut suspendre ou interdire d'émission un émetteur qui manque au respect de ces dispositions. Pour l'exercice de cette mission, elle est informée de l'entrée de nouveaux émetteurs sur ce marché dans les conditions prévues aux articles 6 et 7 du présent décret et elle reçoit communication immédiate par les émetteurs des dossiers de présentation financière et de leurs mises à jour prévus par les articles 8 et 13 du présent décret."

Ces dispositions suffisent, semble-t-il, à assurer la Banque de France du contrôle de l'émission des TCN à des fins de conduite de la politique monétaire.

Par ailleurs, il serait souhaitable de définir les instruments financiers de façon *erga omnes* et non seulement "pour la présente loi".

Enfin, il serait utile de prévoir, pour la présente loi, une catégorie spécifique qui autorise les intermédiaires français à commercer sur des titres équivalents émis sur le fondement des droits étrangers comme par exemple les bons du Trésor américain.

Pour ces raisons, votre commission vous propose de modifier l'article premier afin de donner une définition *erga omnes* des instruments financiers en distinguant les trois grandes catégories énoncées dans le projet de code monétaire et financier et qui sont les valeurs mobilières, les parts d'organismes de placement collectif et les instruments financiers à terme.

Elle vous demande également d'insérer trois articles additionnels après l'article premier qui définiront les sous-catégories de ces instruments.

Décision de la commission : votre commission vous demande d'accepter cet article sous réserve des modifications proposées.

Articles additionnels après l'article premier

Définition des différentes catégories d'instruments financiers

Commentaire : ces trois articles additionnels ont pour objet de préciser les différentes catégories d'instruments financiers énoncées dans l'article premier.

Les catégories qu'il vous est ainsi proposé de définir sont :

Les **valeurs mobilières** qui sont :

- 1° les actions et autres titres donnant ou pouvant donner accès, directement ou indirectement, au capital ou aux droits de vote ;
- 2° les titres de créance qui représentent chacun un droit de créance sur la personne morale qui les émet, pour une durée déterminée.

Les **organismes de placements collectifs** qui sont :

- 1° les sociétés d'investissement à capital variable ;
- 2° les fonds communs de placement ;
- 3° les fonds communs de créances ;
- 4° les sociétés civiles de placement immobilier.

Les **instruments financiers** à terme qui sont :

- 1° les contrats financiers à terme sur tous effets, valeurs mobilières, indices ou devises, y compris les instruments équivalents donnant lieu à un règlement en espèces ;
- 2° les contrats à terme sur taux d'intérêt ;
- 3° les contrats d'échange ;
- 4° les contrats à terme sur toutes marchandises et denrées ;

5° les contrats d'options d'achat ou de vente d'instruments financiers ;
et tous autres instruments de marché à terme.

**Décision de la commission : votre commission vous demande d'adopter
trois articles additionnels après l'article premier.**

Section 2

Les services d'investissement et les services connexes

Article 2

Définition des métiers principaux d'investissement

Commentaire : le présent article établit la liste des métiers principaux d'investissement.

I. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

Les définitions données dans le projet de loi sont presque identiques à celles données par l'article 2 de la proposition et transposent l'article premier point 1) de la directive.

Il s'agit de :

- a) la réception et la transmission d'ordres pour le compte de tiers ;
- b) l'exécution d'ordres pour le compte de tiers ;
- c) la négociation pour compte propre ;
- d) la gestion de portefeuille pour le compte de tiers ;
- e) la prise ferme à l'émission ;
- f) le placement à l'émission.

Il convient d'effectuer les observations suivantes :

1. Réception, transmission et exécution d'ordres pour le compte de tiers

Le projet de loi **dissocie formellement, d'une part, l'exécution d'ordres et, d'autre part, la réception et la transmission d'ordres.**

Cette distinction obéit au fait que l'activité de réception et de transmission d'ordres existe de façon indépendante et qu'elle est exclusive de l'activité d'exécution. Par conséquent il est nécessaire de permettre un encadrement juridique spécifique de cette activité d'autant plus justifié que la directive considère, dans son exposé des motifs (vingt-troisième considérant) :

"qu'il y a lieu d'exclure du champ d'application de la présente directive les entreprises ou les personnes dont l'activité se limite à recevoir et à transmettre à certaines contreparties des ordres sans détenir de fonds ou de titres appartenant à leurs clients ; que, par conséquent, elles ne bénéficieront pas de la liberté d'établissement et de la liberté de prestation de services dans les conditions prévues par la présente directive, étant ainsi soumises, lorsqu'elles veulent opérer dans un autre Etat membre, aux dispositions arrêtées par ce dernier".

Le treizième considérant dispose quant à lui que :

"l'activité de réception et de transmission d'ordres comprend également la mise en rapport de deux ou plusieurs investisseurs permettant ainsi la réalisation d'une opération entre ces investisseurs."

Répondant à ce considérant, l'article 2 point 2. paragraphe g) de la directive prévoit que :

"2. La présente directive n'est pas applicable :

"g) aux entreprises :

"- qui ne peuvent pas détenir de fonds ou de titres appartenant à leurs clients et qui, pour cette raison, ne risquent à aucun moment d'être débiteurs vis-à-vis de leurs clients

"et

"- qui ne peuvent fournir qu'un service d'investissement consistant à recevoir et à transmettre des ordres concernant des valeurs mobilières et des parts d'organismes de placement collectif

"et

"- qui, lorsqu'elles fournissent ce service, ne peuvent transmettre d'ordres :

"i) qu'à des entreprises d'investissement agréées conformément à la présente directive ;

"ii) qu'à des établissements de crédit agréés conformément aux directives 77/780/CEE et 89/646/CEE ;

"iii) qu'à des succursales d'entreprises d'investissement ou d'établissements de crédit qui ont été agréés dans un pays tiers et qui sont soumis à des règles prudentielles que les autorités compétentes estiment au moins aussi strictes que celles qui sont énoncées dans la présente directive ou dans les directives 89/646/CEE ou 93/6/CEE et qui s'y conforment ;

"iv) qu'à des organismes de placement collectif autorisés par la législation d'un Etat membre à placer des parts auprès du public, ainsi qu'aux dirigeants de tels organismes ;

"v) qu'à des sociétés d'investissement à capital fixe, au sens de l'article 15 paragraphe 4 de la directive 77/91/CEE dont les titres sont cotés ou négociés sur un marché réglementé dans un Etat membre,

"et

- dont l'activité est soumise au niveau national à une réglementation ou à un code déontologique."

Cette distinction devrait donc conduire normalement à l'exclusion du statut d'entreprise d'investissement pour les purs transmetteurs d'ordres non-ducroire et non-contrepartie. On peut penser que sont visés, notamment, à travers ces dispositions, les démarcheurs financiers ainsi que certaines agences d'information qui organisent la réception et la transmission des ordres comme par exemple l'agence *Reuter* qui, dans le cadre du système *Globex* sur les marchés à terme, transmet et confronte des ordres d'achat et de vente.

Or, le projet de loi ne prévoit rien de tel. Le premier alinéa du paragraphe II de l'article 5 prévoit au contraire que : *"les entreprises d'investissement autorisées à fournir seulement les services mentionnés au a) de l'article 2 de la présente loi ne peuvent se porter contrepartie ni opérer en droiture, sous réserve des dispositions du II de l'article 23. Elles ne détiennent, pour le compte de leur clientèle, ni fonds ni valeurs."*

Cet alinéa semble en contradiction avec la directive puisque les intermédiaires autorisés à fournir seulement les services mentionnés au a) de l'article 2 du projet de loi entrent précisément dans le champ d'application de l'article 2-2 g) de la directive et ne peuvent donc être agréés comme entreprises d'investissement.

Le problème revêt une importance certaine pour les agents des marchés interbancaires (AMI) dont le statut, défini à l'article 69 de la loi bancaire, est supprimé par les paragraphes XIX et XX de l'article 59 du projet de loi. Or l'intention des rédacteurs du projet est bien, comme l'affirme l'exposé des motifs, de leur donner le statut d'entreprise d'investissement :

"Le statut particulier des agents des marchés interbancaires n'est plus nécessaire, ces opérateurs devenant entreprises d'investissement à l'instar des sociétés de bourse, mais leur mode d'intervention est pérennisé."

Les AMI sont des courtiers ¹ non-ducroire ² et non-contreparties, dont l'activité principale, mais pas la seule (ils exercent également les services visés au b) exécution d'ordres pour compte de tiers et f) placement à l'émission ³), est d'exercer la réception et la transmission d'ordres. Comme tels, la question se pose de savoir s'ils sont visés par le paragraphe II de l'article 5. Si la réponse est positive, cela signifie qu'ils pourront continuer à opérer en ne se portant pas ducroire ni contrepartie, mais qu'ils ne bénéficieront pas du passeport européen, ce qui serait un sérieux handicap pour ces professionnels dont certains pratiquent déjà, en marge des textes, la libre prestation de services. Si la réponse est négative, comme on peut le supposer, ils seront soumis, par *a contrario* de l'article 5 II, à l'obligation de ducroire et de contrepartie, ce qui signifierait la fin de leurs activités.

En fait, tout dépend de l'acception que l'on donne au terme "négociier". S'il s'agit de l'appariement des ordres, ce qui suppose la tenue des comptes, les AMI ne pratiquent pas cette activité et seraient donc exclus de cette activité. C'est pourquoi, compte tenu des intentions des rédacteurs du projet de loi, on déduit que la notion d'exécution des ordres se limite à la simple réalisation de la transaction et ne va pas jusqu'à l'inscription en compte.

2. La négociation pour compte propre

L'activité de négociation pour compte propre consiste, comme son nom l'indique, pour une personne habilitée, à acheter ou à vendre des instruments financiers pour son compte propre.

Toutefois, il importe de distinguer selon que cette activité se réalise par des transactions entre deux personnes habilitées ou entre une personne habilitée et un client final.

¹ L'activité de courtier consiste à rapprocher des personnes qui désirent contracter.

² L'obligation de ducroire consiste pour un intermédiaire à se porter garant de la bonne fin de l'opération. Celui sur qui pèse cette obligation se porte garant de l'exécution, au cas où une des parties contractantes se révélerait défailante.

³ C.F règlement CRB n° 92-03 du 17 février 1992 modifié par le règlement CRB n° 93-02 du 19 mars 1993 : "Outre l'émetteur, sont seuls habilités à placer ou négocier en France des titres de créances négociables, sous réserve que les dispositions législatives, réglementaires ou statutaires qui leur sont propres ne s'y opposent pas, les établissements de crédit visés à l'article 18 de la loi du 24 janvier 1984 (NDR : les établissements de crédit, dont les Maisons de titres), les agents des marchés interbancaires visés à l'article 69 de cette même loi, la Caisse des dépôts et consignations, ainsi que les sociétés de bourse visées à l'article premier de la loi du 22 janvier 1988."

Cette précision est importante, car à défaut, il est difficile d'établir une distinction entre une personne habilitée à faire de la négociation pour compte propre et un investisseur qui achète et cède des instruments financiers.

En effet, le critère tiré du caractère professionnel ou habituel de l'opération apparaît comme difficile à mettre en oeuvre. Aujourd'hui, nombre de grandes entreprises internationales réalisent, couramment et pour des montants importants, des opérations sur instruments financiers, et notamment sur produits dérivés, pour couvrir leurs risques. Disposant de directions financières très actives, dans quelle mesure ces entreprises ne pourraient être considérées comme des professionnels ?

De même, le critère tiré de la réalisation d'un profit n'apparaît guère plus utile. Si le client réalise l'opération, c'est bien dans le souci de réaliser un profit direct (écart de cours entre le prix d'achat et le prix de cession) ou indirect (opération qui participe à la réalisation de son objet social).

C'est pourquoi, afin de distinguer l'opération à caractère professionnel, entrant dans la catégorie visée au c) de l'article 2, de l'opération non professionnelle, ne nécessitant pas d'agrément spécifique pour être exercée, les rédacteurs du projet ont précisé à l'article 5 que les entreprises d'investissement sont celles qui ont pour profession habituelle et principale de fournir des services d'investissement.

Par ailleurs, les rédacteurs du projet ont, sur le modèle des articles premier et 2 de la loi boursière, établi le principe de l'obligation d'intermédiation par des entreprises d'investissement et des établissements de crédit pour effectuer des cessions d'instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé (article 23 I).

Les sanctions prévues en cas d'infraction à l'obligation d'agrément sont très lourdes, puisqu'il s'agit à la fois de la nullité de l'opération (article 23 I) et d'une peine de trois ans d'emprisonnement et de 2,5 millions de francs. Dans un second temps, le projet de loi prévoit (article 23 I alinéas a) à f) toutes les exceptions à ce principe et notamment celles relatives aux cessions entre deux personnes physiques.

3. La gestion de portefeuille pour compte de tiers

Il s'agit de l'activité consistant à donner, en vertu d'un mandat écrit, des ordres d'achat ou de vente d'instruments financiers, pour le compte d'un client final.

Actuellement cette activité est exercée par trois catégories d'acteurs :

- les sociétés de gestion de portefeuille définies par l'article 23 de la loi du 2 août 1989 relative à la transparence et à la sécurité du marché financier ;
- les sociétés de bourse régies par la loi du 22 janvier 1988 sur les bourses de valeur ;
- les établissements de crédit (banques commerciales, mutualistes ou maisons de titre) soumis à la loi bancaire.

4. La prise ferme et le placement à l'émission

Le présent article établit, conformément au point 4 de l'annexe A de la directive, une distinction formelle entre la prise ferme à l'émission et le placement à l'émission.

En réalité, l'activité de placement recouvre aujourd'hui trois formes distinctes :

- **le placement** : l'établissement "placeur" sollicite des souscripteurs sans prendre d'engagement en termes de résultats auprès de l'émetteur. Cette technique est aussi dénommée "placement pour compte" dès lors que le placeur est un simple mandataire de l'émetteur ;

- **le placement garanti** : l'établissement placeur fait son affaire de la souscription à concurrence d'un montant garanti dont il aura à assumer le règlement à l'émetteur à une date déterminée, quels que soient les résultats effectifs de son placement. L'établissement placeur peut ainsi être amené à souscrire personnellement, à due concurrence de sa garantie, les titres non placés. A raison de la garantie de "succès" qui est ainsi apportée à l'émetteur, cette forme de placement est aujourd'hui très usitée.

- **la prise ferme** : l'établissement placeur réalise une souscription personnelle auprès de l'émetteur et rétrocède ultérieurement les titres.

Il convient de souligner que cette activité peut s'exercer sur des titres nouvellement émis, comme le laisse entendre le projet de loi, mais aussi sur des titres existant, comme par exemple les actions d'entreprises privatisées.

Il doit être entendu qu'en dissociant les notions de prise ferme et de placement, **il est dans l'intention du législateur d'inclure dans la notion de placement les deux formes ci-dessus mentionnées : placement et placement garanti.** En effet, dans le cas contraire le placement garanti

tomberait dans le champ d'application de l'article 3 de la loi bancaire qui établit le monopole des établissements de crédit pour tous les actes par lesquels une personne "*agissant à titre onéreux met ou promet de mettre des fonds à disposition d'une autre personne ou prend, dans l'intérêt de celle-ci, un engagement par signature tel qu'un aval, un cautionnement ou une garantie*".

Il convient de rappeler que lorsque le CBV a modifié son règlement général afin d'introduire la possibilité d'effectuer, sous certaines conditions, l'introduction ou la diffusion de titres par voie de placement garanti, les sociétés de bourse ont été exclues de ce dispositif au motif qu'elles ne faisaient pas partie des établissements légalement habilités à exercer cette activité, alors que les activités de placement leur sont expressément ouvertes. **Une telle interprétation n'entre pas dans l'intention du législateur s'agissant des entreprises d'investissement.**

5. Activités n'entrant pas dans le champ d'application du présent article

Conformément à la directive, le dernier alinéa du présent article prévoit que n'entrent pas, dans le champ d'application de la présente loi, les services rendus à l'Etat et à la Banque de France, dans le cadre des politiques de gestion de la monnaie, des taux de change, de la dette publique et des réserves de l'Etat.

Cette disposition doit être entendue comme excluant formellement l'activité des spécialistes en valeur du Trésor et des spécialistes en pension livrée de valeurs du Trésor du champ d'attributions du Conseil des marchés financiers.

II. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION

Votre commission vous propose d'adopter cet article sous réserve des précisions suivantes :

Il semble nécessaire, en premier lieu, de supprimer aux alinéas d) et e) les termes "*à l'émission*" dans la mesure où le placement peut également porter sur des titres déjà existants, comme par exemple les actions de sociétés privatisées.

Par ailleurs, il semble nécessaire :

S'agissant des activités de réception, de transmission et d'exécution d'ordre :

1. d'insérer un article prévoyant qu'une entreprise ne peut être agréée entreprise d'investissement si elle n'exerce que les activités visées au a) de l'article 2 ;
2. insérer un article prévoyant que le CMF établit dans son règlement les conditions dans lesquelles une entreprise d'investissement peut intervenir sans être du croire ni contrepartie (dernière phrase du dernier alinéa de l'article 15 de la proposition). Eventuellement prévoir un article selon lequel les entreprises d'investissement agréées pour exercer les métiers visés au a) et au b) de l'article 2 sont responsables de la bonne fin des opérations. (le projet de loi ne prévoit cette obligation pour ces entreprises que lorsqu'elles sont membres d'un marché réglementé : article 30 II).
3. de mentionner explicitement dans la "*grand father clause*" (article 61 I) les agents des marchés interbancaires.

Décision de la commission : Votre commission vous demande de modifier cet article afin de tenir compte des observations ci-dessus exposées.

Article 3

Définition des services connexes d'investissement

Commentaire : le présent article donne la définition des métiers auxiliaires d'investissement.

I. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

Sa rédaction est très proche de celle de la section C de l'annexe de la directive et de l'article 4 de la proposition.

Il s'agit de :

- a) la **conservation** ou l'administration d'instruments financiers ;
- b) l'**octroi de crédits ou de prêts** à un investisseur pour lui permettre d'effectuer une transaction sur instrument financier dans laquelle intervient l'entreprise qui octroie le crédit ou le prêt ;
- c) le **conseil en gestion de patrimoine** ;
- d) le **conseil en investissement** ;
- e) les **services liés à la prise ferme** ;
- f) les **services de change** lorsque ceux-ci sont liés à la fourniture de services d'investissement ;
- g) la **location de coffres** ;

Toutefois, le projet de loi ne comprend pas :

- le **démarchage financier** ;
- l'**analyse financière** ;

Par ailleurs, il convient de noter que la compensation est clairement écartée, car dans la rédaction originelle de la directive, qui était celle des anglo-saxons, les activités de compensation sont différentes de celles de marché.

Il convient de noter que le projet de loi donne une interprétation extensive et non synthétique de l'activité en conseil en investissement qui s'entend comme *"la fourniture de conseil aux entreprises en matière de structure de capital, de stratégie industrielle et de questions connexes ainsi que de services concernant les fusions et le rachat d'entreprises"*.

Il convient également de noter que les conditions dans lesquelles les entreprises d'investissement pourront effectuer des opérations d'octroi de crédits ou de prêts à un investisseur pour lui permettre d'effectuer une transaction qui porte sur un instrument financier et dans laquelle intervient l'entreprise qui octroie le crédit ou le prêt seront réglementées par le Comité de la réglementation bancaire.

Il est important de signaler que les personnes morales ou physiques qui ont pour profession de ne fournir que des services connexes n'auront pas accès au statut d'entreprise d'investissement mais, dans le silence du projet de loi, pourront exercer leurs activités librement en vertu du principe de la liberté du commerce et de l'industrie, sous réserve naturellement des dispositions régissant l'accès à telle ou telle activité (professions du chiffre ou du droit).

En réalité, le problème ne se pose que pour certains métiers auxiliaires. En effet, les services de change visés au f) ainsi que les services liés à la prise ferme visés au e) et le conseil en investissement visé au d) ne se conçoivent que dans le cadre plus général d'une activité de services principaux d'investissement. Enfin, la location de coffres-forts n'a guère de sens en France, en liaison avec les services d'investissement, dans la mesure où les titres sont dématérialisés.

Par ailleurs, la conservation de titres a été réglementée par la loi de finances pour 1981 qui pose précisément le principe de la dématérialisation des titres et un décret de 1983 qui en confie l'administration à la SICOVAM.

Le cas de l'octroi de crédits lié à des opérations de services en investissement est réglé par le dernier alinéa de l'article qui soumet cette activité à la réglementation du CRB.

Le problème ne se pose donc que pour le conseil en gestion de patrimoine qui se distingue de la gestion pour compte de tiers par l'absence d'un mandat et peut porter sur un champ plus vaste que les seuls instruments financiers. Ce problème devrait être réglé dans un texte plus spécifique relatif au démarchage financier.

II. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION

Votre commission vous demande d'adopter cet article sans modification. Néanmoins, compte tenu d'une part, de la nécessité d'assurer la protection de l'épargne publique et, d'autre part, de remettre de l'ordre dans le grand désordre législatif qui règne en cette matière, il serait souhaitable que le Gouvernement s'engage sur le dépôt prochain d'un texte de loi traitant spécifiquement ce sujet.

Décision de la commission : votre commission vous demande d'adopter cet article sans modification.

CHAPITRE II

LES PRESTATAIRES DE SERVICES D'INVESTISSEMENT

Article 4

Nécessité d'un agrément pour effectuer des opérations de services en investissement pour compte de tiers

Commentaire : le présent article pose le principe selon lequel seuls les prestataires de services d'investissement peuvent fournir à des tiers des services d'investissement et établit la liste des sanctions pénales applicables aux infractions à ce monopole.

I. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

Le **paragraphe I** réserve l'exercice de **services d'investissement à des tiers aux seuls prestataires de services d'investissement** (entreprises d'investissement, sociétés de gestion de portefeuille et établissements de crédit fournissant des services d'investissement), **c'est-à-dire aux seules personnes agréées pour fournir de tels services.**

Cet article doit être relié au paragraphe I de l'article 23 qui pose l'obligation d'intermédiation pour des instruments négociés sur un marché réglementé et, surtout, au II de ce même article qui réserve la qualité de membre d'un marché réglementé (c'est-à-dire la possibilité de négocier, y compris pour compte propre, sur un marché réglementé) aux seuls prestataires de services d'investissement (sous réserve de certaines exceptions).

Les **paragraphes II et III** établissent les sanctions en distinguant les personnes physiques (II) des personnes morales (III).

Pour l'examen de ces paragraphes, votre commission des finances s'en est remise à l'appréciation de la commission des lois.

II. POSITION DE VOTRE COMMISSION

S'agissant du paragraphe I relatif au monopole de prestation de services

Afin de faciliter une meilleure compréhension du texte, votre commission estime préférable de poser l'obligation d'agrément après la définition des prestataires de services d'investissement. Elle estime également souhaitable de reprendre cette obligation sous la forme d'une interdiction et non sous celle d'un monopole.

Un certain parallélisme serait ainsi établi entre la loi financière et la loi bancaire, de nature à faciliter le travail du codificateur.

Dans cette perspective, il conviendrait de reprendre ce principe dans un article additionnel après l'article 10 et de supprimer le présent paragraphe.

S'agissant des paragraphes II et III relatifs aux sanctions pénales

Sans préjuger de l'appréciation que pourra porter votre commission des lois sur ces paragraphes, votre commission des finances considère qu'il vaudrait mieux dissocier les sanctions pénales dans un titre spécifique qui pourrait être inséré après le titre IV.

Dans cette perspective, votre commission vous demande de supprimer ce paragraphe.

Pour ces raisons, votre commission vous demande de supprimer cet article.

Décision de la commission : votre commission vous demande de supprimer cet article.

Division nouvelle

Section 1

Les différents prestataires de services en investissement

Article additionnel avant l'article 5

Les différents prestataires de services en investissement

Commentaire : le présent article vise à énumérer les différents prestataires de services en investissement.

Se reporter au commentaire sous l'article 6.

Décision de la commission : votre commission vous propose d'insérer le présent article additionnel.

Article 5

Définition des entreprises d'investissement

Commentaire : le présent article donne la définition des entreprises d'investissement. Il désigne également lesquelles d'entre elles ne pourront intervenir en qualité de négociateur du croire ou de contrepartie et pose le principe de la responsabilité des entreprises d'investissement à raison de leurs préposés salariés ou non.

I. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

A. DÉFINITION DES ENTREPRISES D'INVESTISSEMENT

Le paragraphe I définit les entreprises d'investissement comme étant :

"des personnes morales qui ont pour profession habituelle et principale de fournir des services d'investissement et qui sont autorisées à cet effet".

L'on rappelle que l'article premier point 2) de la directive donne la définition suivante :

"toute personne morale qui exerce habituellement une profession ou une activité consistant à fournir à des tiers un service d'investissement à titre professionnel".

L'on rappelle également que l'article premier de la proposition de loi donnait la définition suivante :

"des personnes morales, autres que les établissements de crédit, qui fournissent à titre de profession habituelle un service d'investissement".

Les observations suivantes doivent être faites :

1. Le terme de profession "**principale**" est assez inhabituel en matière financière. Par exemple, l'article premier de la loi bancaire définit les établissements de crédit comme :

"des personnes morales qui effectuent à titre de profession habituelle des opérations de banque."

Son utilité est de distinguer la négociation pour compte propre exercée à titre professionnel, c'est-à-dire principal, de celle exercée à titre non professionnel, c'est-à-dire accessoire.

2. Il semble nécessaire de préciser que les entreprises d'investissement sont des personnes morales, **autres que les établissements de crédit**. En effet, la définition donnée par le paragraphe I est celle des prestataires de services d'investissement et non celle des entreprises d'investissement, puisque les établissements de crédit, notamment, sont aussi des personnes morales autorisées à exercer, à titre de profession habituelle et principale, des services d'investissement. Sauf à dire que ces établissements sont des entreprises d'investissement, il semble donc nécessaire de préciser la définition des entreprises d'investissement sur ce point.

En outre, la précision d'une "autorisation" ne se justifie pas, puisqu'elle se confond avec la définition même des entreprises d'investissement (il faut être autorisé pour être entreprise d'investissement).

3. **Par ailleurs, le projet de loi prévoit que les entreprises d'investissement peuvent effectuer des métiers connexes, mais que le seul exercice de ces métiers connexes ne permet pas de prétendre à la qualité d'entreprises d'investissement**. En revanche, il ne prévoit rien concernant les personnes, physiques ou morales, qui n'exerceraient que des métiers connexes. Sont-elles soumises à agrément ou peuvent-elles exercer librement des services connexes d'investissement ?

La proposition prévoyait (art 14 premier alinéa deuxième phrase) que l'agrément d'entreprises d'investissement n'est pas requis pour les seuls métiers connexes.

Dans le silence du projet de loi, on doit considérer que les **métiers connexes** (ou auxiliaires au sens de la directive) **peuvent être exercés librement, dans le respect des dispositions législatives ou réglementaires qui leur sont propres**.

4. **Enfin, il convient d'observer que le projet de loi ne prévoit pas que les entreprises d'investissement puissent être des personnes physiques**.

Cette interdiction apparaît, de prime abord, comme singulièrement auto-limitatrice. En effet, la DSI ouvre, sous certaines conditions (article premier, point 2, deuxième à neuvième alinéas), l'offre de services d'investissement aux personnes physiques.

Partant, des personnes physiques d'Etats membres de l'Union, bénéficiant du passeport européen, pourront offrir des services d'investissement en France en libre prestation de services, voire en libre établissement, alors même que les personnes physiques françaises ne le pourront pas. Or, il ne semble guère faire de doute que certains pays de l'Union, le Royaume-Uni notamment, autoriseront leurs nationaux, personnes physiques, à accéder au statut d'entreprises d'investissement.

On peut comprendre les difficultés que soulèverait, pour les autorités françaises, la nécessité d'assumer le contrôle de nos nationaux personnes physiques exerçant à l'étranger. Néanmoins, une telle décision mérite d'être reconsidérée à la lumière de l'expérience qui aura lieu.

C'est pourquoi, votre commission, qui avait accepté de ne pas exiger la personnalité morale pour accéder au statut d'entreprise d'investissement, vous proposera d'insérer, à la fin du présent projet de loi, un article additionnel demandant que soit établi un rapport particulier sur ce point.

5. L'on observera enfin que cette limitation est de nature à poser certains problèmes d'articulation avec le paragraphe II de l'article 23 qui autorise certaines personnes physiques à être membres d'un marché réglementé et donc, par définition, à exercer des services d'investissement (négociation pour compte propre).

B. IMPOSSIBILITÉ DE SE PORTER DUCROIRE POUR LES TRANSMETTEURS D'ORDRE

Le paragraphe II prévoit que les entreprises ne faisant que de la réception ou de la transmission d'ordres ne pourront se porter contrepartie ni opérer en ducroire (sauf lorsqu'il s'agit de membres d'un marché réglementé).

La dernière phrase du dernier alinéa de l'article 15 de la proposition de loi prévoyait que le CMF établit les conditions dans lesquelles les entreprises d'investissement peuvent opérer sans être ducroire.

L'on observera par ailleurs que la référence au paragraphe II de l'article 23 est dépourvue de sens dans la mesure où l'accès à un marché réglementé suppose en principe l'exercice des activités d'exécution d'ordres ou de négociation pour compte propre, ce qui par construction ne peut s'appliquer aux personnes visées au présent paragraphe qui ne font que de la réception et de la transmission d'ordres.

C. PRINCIPE DE LA RESPONSABILITÉ DES ENTREPRISES D'INVESTISSEMENT DU FAIT DE LEURS PRÉPOSÉS PERSONNES PHYSIQUES

Le **paragraphe III** semble poser le principe de la responsabilité des commettants entreprises d'investissement, du fait de leurs préposés personnes physiques.

Cette responsabilité est de droit, en application des principes généraux du code civil et en particulier du principe de la responsabilité des commettants du fait de leurs préposés. La question mérite d'être posée en ce qui concerne la responsabilité des personnes physiques dont aucun lien de subordination n'est établi à l'endroit de la personne morale pour le compte de laquelle ils agissent.

Cependant la référence aux personnes physiques qui exercent des activités de services d'investissement est contradictoire avec l'interdiction posée par ailleurs pour les personnes physiques de fournir des services d'investissement.

Par ailleurs, ce cas de figure ne peut viser les négociateurs individuels de parquet (NIP) dans la mesure où ceux-ci agissent pour leur propre compte et non pour celui de la personne morale qui les parraine.

II. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION

Votre commission vous demande

- 1) de modifier la définition d'entreprise d'investissement afin :
 - de préciser que les entreprises d'investissement ne se confondent pas avec les prestataires de services d'investissement ;
 - de supprimer la notion d'autorisation qui n'ajoute rien ;
- 2) de supprimer le deuxième alinéa du paragraphe I et de renvoyer le problème de la fourniture de services connexes au niveau de l'agrément, puisqu'il concerne aussi bien les entreprises d'investissement que les banques ;
- 3) de supprimer le premier alinéa du paragraphe II et de le renvoyer dans un article autonome qui, d'une part, poserait le principe selon lequel les entreprises d'investissement sont du croire et, d'autre part, donnerait compétence au CMF pour établir les dérogations à ce principe.

4) de supprimer le second alinéa du paragraphe I s'il se révélait confirmé que les cas de figure qu'ils visent sont déjà couverts par les principes généraux du droit civil et, concernant les NIP, par les dispositions législatives spéciales qui les régissent (cf art. 23.II et 27.II du projet).

Décision de la commission : votre commission vous demande d'apporter certaines précisions à la définition des entreprises d'investissement et de supprimer le reste du présent article.

Article additionnel après l'article 5

Prise de participations par des entreprises d'investissement dans d'autres personnes morales et prise de participations dans des entreprises d'investissement

Commentaire : le présent article additionnel a pour objet de préciser les conditions dans lesquelles des participations peuvent être prises dans et par des entreprises d'investissement.

Votre commission vous demande d'insérer à cet endroit du projet de loi, les dispositions prévues par le paragraphe I de l'article 59 qui tend à modifier l'article 6 de la loi bancaire (dispositions reprises dans l'article 5 de la proposition de loi) afin de permettre à des entreprises d'investissement, dans des conditions définies par le Comité de la réglementation bancaire (CRB) ¹, de prendre des participations dans des entreprises existantes ou en création, de même que les dispositions prévues par le 1^o bis du paragraphe IX de ce même article qui confie au CRB, le soin de définir, après avis du Conseil des marchés financiers, les conditions dans lesquelles des participations peuvent être prises dans des entreprises d'investissement.

Ce même article pourrait également comporter les dispositions prévues au dernier alinéa du paragraphe II de l'article 10 qui dispose que "*toute modification dans la structure du capital d'une entreprise d'investissement est notifiée au Conseil des marchés financiers et au Comité des établissements de crédit*" et qui visent sans doute à transposer les dispositions de l'article 9 points 1. et 3. de la directive.

Décision de la commission : votre commission vous demande d'insérer le présent article additionnel.

¹ *Votre commission vous proposera par ailleurs de changer la dénomination de cette autorité afin de tenir compte de l'élargissement de ses compétences.*

Article additionnel après l'article 5

Restriction de l'objet social des entreprises d'investissement

Commentaire : le présent article additionnel a pour objet de restreindre l'objet social des entreprises d'investissement à la seule fourniture de services d'investissement.

Afin de faciliter la compréhension du statut des entreprises d'investissement, votre commission vous demande d'insérer, à cet endroit du projet de loi, un article homothétique de l'article 7 de la loi bancaire (article 6 de la proposition de loi), tendant à restreindre l'activité des entreprises d'investissement aux seuls services d'investissement.

Décision de la commission : votre commission vous demande d'insérer le présent article additionnel.

Article 6

Capacité des établissements de crédits à fournir des services d'investissement

Commentaire : cet article a pour objet de poser le principe selon lequel les établissements de crédit sont des prestataires de services d'investissement.

I. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

Le projet de loi prévoit que les établissements de crédit pourront exercer les métiers d'investissement pour lesquels ils ont reçu approbation du CMF.

De prime abord, cet article apparaît redondant avec les dispositions de l'article 9 qui prévoient précisément que les établissements de crédit dont le programme d'activité a été approuvé par le CMF et qui ont été agréés par le CEC peuvent fournir des services d'investissement.

En réalité, il vise simplement à définir les personnes habilitées à fournir des services d'investissement, en l'occurrence les établissements de crédit.

II. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION

Il serait souhaitable de diviser le présent chapitre en différentes sections, dont la première aurait trait aux différents prestataires de services d'investissement et comporterait deux articles : l'un définissant quels sont les prestataires d'investissement, en l'occurrence les entreprises d'investissement et les établissements de crédit (article additionnel avant l'article 5), étant entendu que les sociétés de gestion de portefeuille sont des entreprises d'investissement, l'autre, (l'actuel article 5) pour définir les entreprises d'investissement.

Ces propositions se traduiraient par l'introduction d'une division et d'un article additionnel avant l'article 5.

Décision de la commission : votre commission vous propose de supprimer le présent article.

Article 7

Capacité des sociétés de gestion de portefeuille à fournir des services d'investissement

Commentaire : cet article a pour objet de poser le principe selon lequel les sociétés de gestion de portefeuille sont des prestataires de services d'investissement.

I. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

Le présent article prévoit que l'exercice de la seule activité de gestion de portefeuille soit réservé aux sociétés de gestion de portefeuille, définies par l'article 23 de la loi du 2 août 1989 et agréées par la COB.

La proposition de loi de votre commission prévoyait (articles 2 et 15) que les sociétés de gestion de portefeuille soient agréées par le CMF, au même titre que les autres entreprises d'investissement, mais prévoyait également la création d'un coupon spécifique pour "les gestionnaires d'instruments financiers".

Le présent article consacre la partition actuelle de la gestion de portefeuille pour comptes de tiers entre, d'une part, les sociétés de gestion de portefeuille, définies par l'article 23 de la loi n° 89-531 du 2 août 1989 relative à la sécurité et à la transparence du marché financier et, d'autre part, les entreprises d'investissement et les établissements de crédit qu'ils soient banques commerciales, sur le fondement de l'article 5 de la loi bancaire, (activités connexes aux opérations de banque, quatrième (3°) et cinquième alinéas (4°)), maisons de titres, sur le fondement de l'article 18 de cette même loi (deuxième alinéa du point 2.).

Il doit être relié aux dispositions du premier alinéa de l'article 34 qui consacre le chevauchement des compétences entre les autorités :

"Afin de garantir la protection des investisseurs et la régularité des opérations, le Conseil des marchés financiers et, en ce qui concerne les sociétés de gestion de portefeuille régies par l'article 23 de la loi du 2 août 1989, la Commission des opérations de bourse sont respectivement compétentes pour établir les règles de déontologie que les entreprises d'investissement et les établissements de crédit qui fournissent des services d'investissement et, le cas échéant, des services connexes doivent respecter".

La conjonction de ces deux articles consacre l'approche par statut et non par métier et brise ainsi la règle selon laquelle :

un même métier = une même règle = une même autorité.

Cette partition n'est guère satisfaisante, tant du point de vue des intermédiaires financiers que de celui des investisseurs.

En effet, soit les règles sont les mêmes et il n'y a pas lieu d'en confier l'élaboration et le contrôle à deux autorités différentes. Soit les règles ne sont pas les mêmes et ni les intermédiaires, pour ce qui est des conditions de concurrence, ni les investisseurs, pour ce qui est de la protection de leurs droits, n'y trouveront leur compte.

On peut ajouter à cela que, techniquement, le partage ainsi opéré risque de soulever deux sortes de difficultés.

La première est qu'il apparaît d'une certaine façon paradoxal de considérer qu'il suffit à une entreprise d'investissement d'exercer une seule autre activité de services d'investissement pour échapper d'un seul coup à l'agrément, à la réglementation et au contrôle de la COB. C'est en quelque sorte une inversion de l'adage : "qui peut le plus peut le moins".

La seconde tient au fait que les sociétés de gestion de portefeuille n'ont pas pour seule activité la gestion pour compte de tiers. Celles-ci exercent, en particulier, les activités de transmetteurs d'ordre sur les marchés financiers auxquels elles n'ont pas accès. Restreindre leur activité à la seule gestion pour compte de tiers conduirait donc à réduire leur champ d'intervention ; ce qui n'est ni souhaitable, ni souhaité par le Gouvernement. Il faudrait donc au moins prévoir que c'est l'exercice "à titre principal" du métier de gestionnaire qui est réservé aux SGP.

On peut admettre, il est vrai, que le dispositif proposé comporte, du moins pour ce qui concerne la gestion sur base collective, un élément dynamique résidant dans le fait que la COB est, dans une certaine mesure, capable d'imposer la filialisation des sociétés de gestion d'OPCVM, avant de délivrer l'agrément.

Mais, outre le fait qu'il ne règle en rien le problème de la gestion sur base individuelle, le dispositif mis en place demeurera insatisfaisant tant que la filialisation ne sera pas imposée.

Partant plusieurs solutions sont possibles.

La première consisterait à confier le contrôle des gestionnaires de portefeuille aux mêmes autorités que celles chargées du contrôle et de

l'agrément des entreprises d'investissement. C'est la voie préconisée initialement par la proposition de loi de votre commission des finances.

Une telle solution présenterait le grand avantage de respecter l'unité des métiers du titre.

Dans la mesure où les deux autorités de contrôle (la COB et le CMF) demeurent sur le même plan, autant en tirer parti pour mieux prendre en compte la spécificité de la gestion pour compte de tiers au sein des métiers du titre.

C'est la raison pour laquelle cette solution doit être écartée.

Une deuxième solution consisterait à confier à la COB l'agrément, la réglementation et le contrôle de la gestion pour compte de tiers, sur base individuelle comme sur base collective, y compris lorsque cette activité est exercée par des établissements de crédit.

Cette solution n'est pas sans avantages. Elle tiendrait compte, notamment, de la grande spécificité de la gestion pour compte de tiers au sein de la famille des métiers du titre et permettrait de résoudre les conflits d'intérêt qui existent entre ce métier et les autres. En outre, elle permettrait de capitaliser les compétences déjà acquises par la COB en matière de gestion pour compte de tiers et ne bouleverserait pas les compétences entre les différentes autorités existantes ou à venir.

Elle présente néanmoins un inconvénient majeur : elle romprait l'unité des métiers du titre et impliquerait que le législateur impose la filialisation des activités de gestion au sein des établissements de crédit. Il semble établi que la place financière de Paris n'est pas encore prête à une telle évolution, pourtant souhaitable.

Une troisième solution consiste à faire intervenir la COB dans le processus de délivrance de l'agrément, au moment de l'approbation du programme d'activité délivrée pour l'exercice du métier de gestion pour compte de tiers. Dans cette perspective, la COB doit également recevoir une compétence exclusive pour réglementer et contrôler ce métier.

Une telle solution permettrait de concilier à la fois la nécessaire unité des métiers et la non moins nécessaire prise en compte de l'autonomie de la gestion par rapport à la négociation.

Une telle solution ne respecte pas, il est vrai, les règles de la symétrie. Elle supposerait, pour être totalement cohérente, d'une part, d'instituer une autorité professionnelle de la gestion financière, pendant du CMF et, d'autre part, de confier au Comité des établissements de crédit la

délivrance de l'agrément, y compris pour les entreprises qui ont fait de la gestion leur activité principale.

Là encore la place financière de Paris ne semble pas totalement prête à une telle évolution.

C'est pourquoi votre commission vous demandera d'adopter une solution intermédiaire, non totalement satisfaisante sur le plan intellectuel, mais qui préserve à la fois l'unité des métiers du titre et la spécificité de la gestion au sein de ces métiers.

II. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION

Votre commission vous demande d'adopter le dispositif suivant :

1) **Etablir un bloc de compétence unique au profit de la COB en matière de gestion pour compte de tiers.**

Ce bloc suppose que la COB soit désignée autorité compétente pour délivrer l'approbation du programme d'activité portant sur le métier de gestionnaire pour compte de tiers.

Néanmoins, afin de ne pas trop bouleverser la situation actuelle, deux hypothèses devront être envisagées :

- soit le programme d'activité prévoit que **l'entreprise exercera la gestion pour compte de tiers, concurremment à d'autres activités** et dans ce cas, le **CEC restera l'autorité d'agrément** ; l'entreprise d'investissement ainsi agréée n'aura pas le droit de se prévaloir de la qualité de société de gestion de portefeuille ;

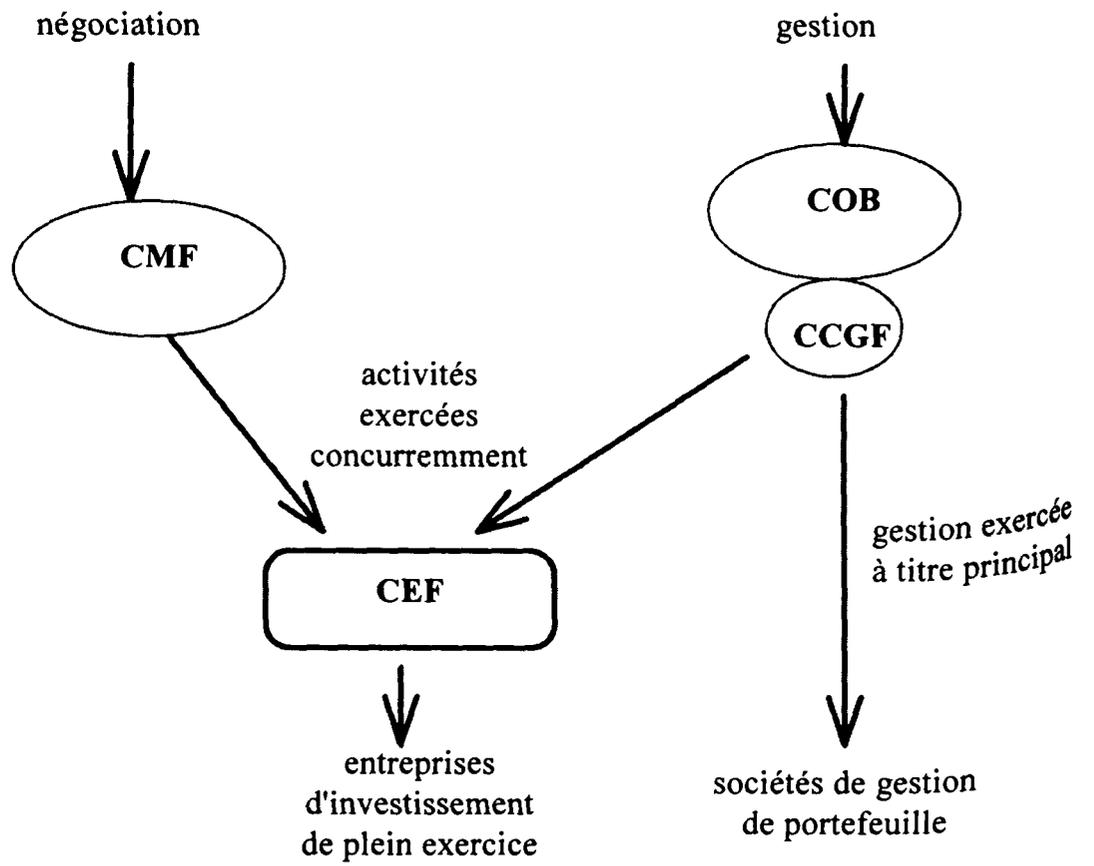
- soit le programme d'activité prévoit que **l'entreprise exercera à titre principal la gestion pour compte de tiers**, auquel cas la **COB sera également l'autorité d'agrément** et l'entreprise d'investissement pourra prendre la dénomination de société de gestion de portefeuille.

2) **Votre commission vous demandera par ailleurs d'instituer un bloc de compétence en matière de contrôle et de réglementation de la gestion au profit de la COB (article additionnel après l'article 43).**

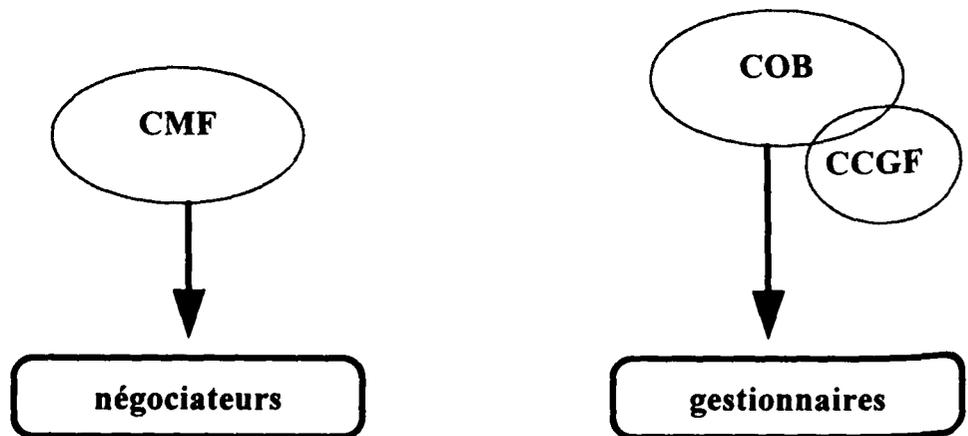
3) **Enfin, votre commission vous demandera de nommer l'actuelle commission consultative placée auprès de la COB et dont l'article 54 prévoit de renforcer la composition et les pouvoirs : Comité consultatif de la gestion financière.**

Ces modifications se traduiraient par la suppression de l'article.

AGRÉMENT



RÉGLEMENTATION ET CONTRÔLE



Décision de la commission : votre commission vous demande de supprimer le présent article.

Article 8

Organisation de la profession

Commentaire : cet article prévoit les modalités de représentation de la profession des entreprises d'investissement au sein d'une association professionnelle commune avec les établissements de crédit.

I. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

Le projet de loi pose le principe d'une adhésion obligatoire des entreprises d'investissement, des entreprises de marché et des chambres de compensation à adhérer à une organisation de leur choix, elle-même affiliée à l'Association française des établissements de crédit (AFEC), renommée pour l'occasion Association française des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (AFECEI).

Les articles 18 et 19 de la proposition prévoyaient que les entreprises d'investissement adhèrent à une association spécifique : l'Association française des entreprises d'investissement et que l'AFEC soit remplacée par l'Association française des établissements financiers (AFEF), qui viendrait chapeauter l'AFEI, l'AFB et les banques mutualistes.

II. LA POSITION DE LA COMMISSION

Afin que les entreprises d'investissement puissent disposer d'une représentation professionnelle forte, comparable à celle dont disposent les entreprises d'investissement, votre commission vous demande de revenir au dispositif proposé par elle initialement.

En tout état de cause, elle vous demande de déplacer cet article après l'article 10.

Décision de la commission : votre commission vous demande de supprimer le présent article.

Division nouvelle

Section 2

Agrément

Article additionnel avant l'article 9

Modification du nom et de la composition des autorités chargées de l'agrément, de la réglementation et du contrôle des prestataires de services d'investissement

Commentaire : le présent article vous propose de modifier la composition et la dénomination des autorités bancaires chargées de délivrer l'agrément (Comité des Etablissements de crédit), d'établir la réglementation (Comité de la Réglementation bancaire), d'assurer le contrôle prudentiel (Commission bancaire) et d'étudier les perspectives (Conseil national du Crédit).

Le présent projet de loi prévoit de soumettre les prestataires de services d'investissement pour tous les segments du contrôle (à l'exception du contrôle "déontologique", confié au Conseil des marchés financiers) aux autorités bancaires.

Après avoir longuement écouté l'ensemble des acteurs de la place financière de Paris, votre rapporteur accepte cet équilibre.

Toutefois, il serait vivement souhaitable que les professionnels des métiers du titre soient associés à ces instances, de la même façon que le sont les professionnels du crédit.

C'est pourquoi il serait souhaitable que soient modifiées la dénomination et la composition de ces différents organes afin de tenir compte de leurs nouvelles compétences.

Tel est l'objet du présent article additionnel.

Décision de la commission : votre commission vous demande d'adopter le présent article additionnel.

Article 9

Agrément des entreprises d'investissement et des établissements de crédit exerçant des activités de services en investissement

Commentaire : le présent article précise les conditions dans lesquelles sont délivrés les agréments des entreprises d'investissement et des établissements de crédit. Il distingue l'approbation du programme d'activité, délivrée par le CMF de l'agrément proprement dit, délivré par le CEC.

I. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

Le présent article prévoit que les entreprises d'investissement doivent, dans un premier temps, soumettre pour approbation leur programme d'activité au CMF. L'approbation est donnée par le CMF, pour chacun des services d'investissement et chacun des services connexes concernés.

L'agrément du Comité des établissements de crédit (CEC) est délivré dans les conditions fixées à l'article 15 de la loi bancaire, modifié en tant que de besoin par l'article 10 du projet de loi.

Par ailleurs, le présent article prévoit de renvoyer à un décret en Conseil d'Etat le soin de déterminer les modalités d'application, de la délivrance de l'agrément et, notamment :

- a) les conditions dans lesquelles les décisions sont prises et notifiées ;
- b) les dispositions particulières applicables aux entreprises d'investissement filiales, directement ou indirectement, d'entreprises d'investissement ou d'établissements de crédit agréés dans un autre Etat de l'Union ;
- c) les dispositions applicables à l'agrément des entreprises d'investissement constituant des filiales directes ou indirectes d'entreprises qui ne relèvent pas d'un Etat membre de l'Union.

La procédure d'agrément constitue l'un des éléments déterminants de la réalisation ou non de l'autonomie des métiers du titre.

En effet, confier l'agrément à la même autorité que celle chargée de délivrer l'agrément des établissements de crédit comporte le risque majeur de voir appliquer aux entreprises d'investissement **la jurisprudence actuelle dite de "l'actionnaire de référence"**, et qui consiste à exiger des entreprises requérantes la présence dans leur capital d'un ou plusieurs actionnaires susceptibles d'être appelés, sur la base de l'article 52 de la loi bancaire, en comblement de passif dans le cas où l'entreprise deviendrait défailante.

Or, cette jurisprudence, peut-être justifiée en matière d'établissements de crédit responsables de la restitution des fonds qui leur sont confiés, est sans aucun doute inadaptée aux entreprises d'investissement, structures plus légères qui, dans bien des cas, n'ont pas la conservation des titres qu'elles gèrent ou négocient.

Exiger la présence des grands établissements de la place dans le capital de ces entreprises conduirait à récuser tout l'apport de la DSI qui consiste, d'une part, à **pondérer l'exigence en capital par la nature du métier exercé** et, d'autre part, à **prendre en compte l'expérience professionnelle** des requérants.

Or, ne pas donner la possibilité d'exercer à des professionnels compétents, mais ne disposant pas du parrainage d'un grand établissement de la place, reviendrait à se priver d'un puissant facteur de dynamisme et de compétitivité de notre place financière.

A cet égard, certains exemples récents ont été portés à la connaissance de votre rapporteur, s'agissant de maisons de titres ou d'agents des marchés interbancaires, dans lesquels l'agrément a été refusé à des personnes dont la compétence ne souffrait aucune contestation (elles l'exerçaient depuis plus de 20 ans), mais qui n'ont pu se prévaloir du parrainage de l'un des grands établissements de la place. Plus grave, dans un cas, l'exigence d'un actionnaire de référence a conduit à associer à une nouvelle entreprise, un établissement dont la présence s'est révélée, peu de temps après, être la source de graves difficultés pour l'entreprise en question.

Pour ces raisons, la proposition de loi prévoyait que l'agrément (article 14) soit donné par le CMF pour les entreprises d'investissement non banques.

Elle prévoyait trois "coupons" correspondant aux trois principaux métiers du titre : celui de "négociateur" pour l'intermédiation sur les marchés secondaires, celui de "placeur" pour l'intermédiation sur les marchés primaires et enfin celui de "gestionnaire" s'agissant de la gestion pour compte de tiers.

Par ailleurs, l'article 15 de la proposition de loi renvoyait au règlement du CMF, et non à un décret en Conseil d'Etat, le soin de préciser les métiers recouverts par ces différents coupons.

Une telle construction n'était possible que parce que le CMF, autorité professionnelle, était placé dans l'ombre tutélaire de la COB. C'est de cette façon qu'était réalisé le compromis entre la nécessaire présence de l'autorité publique, susceptible par son pouvoir d'évocation d'avoir le dernier mot, et l'autorité professionnelle, plus à même de porter une appréciation sur les compétences techniques des impétrants.

Dans la mesure où le projet de loi ne retient pas la subordination de l'autorité professionnelle par rapport à l'autorité publique, une telle construction n'est plus possible. Maintenir, dans ces conditions, l'agrément par le CMF risquerait de faire courir un risque encore plus grand que le malthusianisme public : le corporatisme privé.

Le projet de loi réalise, d'une autre façon, l'association de l'autorité professionnelle et de l'autorité publique en instaurant un système dit de "double clef".

II. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION

Votre commission vous demande d'adopter le principe de l'agrément proposé par le gouvernement.

Toutefois elle vous demande de modifier la procédure prévue afin de **tenir compte du dispositif qu'elle vous demande d'adopter concernant les sociétés de gestion de portefeuille.**

Elle vous demande également de **préciser, dans le corps même de la loi financière, les conditions de délivrance et de retrait de l'agrément,** ce qui la conduira à vous demander l'adoption de plusieurs articles additionnels après l'article 9 et l'article 10.

Par ailleurs, votre commission **n'a pas jugé souhaitable d'exiger l'approbation du programme d'activité pour les métiers connexes.** En effet, ces métiers ne sont soumis à aucune sorte d'obligation lorsqu'ils sont exercés indépendamment d'un service principal. Dès lors, il n'apparaît pas nécessaire de soumettre leur exercice à une approbation lorsqu'ils sont exercés concurremment à un métier principal.

Au demeurant, cette disposition semble être en contradiction avec le paragraphe I de l'article 10 qui prévoit que lorsqu'il constitue un service

d'investissement au sens de l'article 2 (service principal), l'exercice d'une opération connexe de banque nécessite l'approbation du programme d'activité par le CMF, ce qui signifie *a contrario* que l'approbation n'est pas nécessaire pour les services connexes.

Décision de la commission : votre commission vous demande de modifier cet article.

Articles additionnels après l'article 9

Conditions de délivrance de l'agrément

Commentaire : les articles additionnels que votre commission vous demande d'adopter ont pour objet de fixer, dans le corps même de la loi financière, les conditions de délivrance des agréments.

L'article 9 *bis* que votre commission vous demande d'adopter a pour objet de prévoir le cas spécifique d'un agrément sollicité par une entreprise d'investissement.

L'article 9 *ter* que votre commission vous demande d'adopter a pour objet de prévoir le cas spécifique d'un agrément sollicité par un établissement de crédit.

L'article 9 *quater* que votre commission vous demande d'adopter a pour objet de prévoir les conditions d'approbation du programme d'activité par le CMF ou par la COB selon qu'il s'agisse d'un service lié à la négociation ou au contraire de gestion pour compte de tiers.

L'article 9 *quinquies* que votre commission vous demande d'adopter a pour objet de prévoir le cas spécifique d'un agrément sollicité par une entreprise d'investissement souhaitant exercer, à titre principal, le service de gestion pour compte de tiers.

L'article 9 *sexies* que votre commission vous demande d'adopter a pour objet de nommer l'instance consultative prévue à l'article 54 du projet : comité consultatif de la gestion financière, sans modifier en rien ses pouvoirs ou sa composition.

Décision de la commission : votre commission vous demande d'adopter les articles additionnels suivants.

Article 10

Conditions posées à la délivrance et au retrait de l'agrément des prestataires de services d'investissement

Commentaire : le présent article prévoit de soumettre à la procédure d'agrément visée à l'article 9 les établissements de crédit lorsque les opérations connexes de banque ainsi que l'activité de conservation qu'ils exercent constituent des services d'investissement. Il prévoit également les conditions posées à la délivrance et au retrait de l'agrément pour les prestataires de services d'investissement.

I. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

Le **paragraphe I** prévoit de subordonner l'exercice des opérations connexes de banque définis à l'article 5 de la loi bancaire et l'activité de conservation à l'approbation préalable du programme d'activité visé à l'article 9 du présent projet de loi.

Il convient d'observer que la rédaction de ce paragraphe n'est pas satisfaisante dans la mesure où elle permettrait qu'un service principal d'investissement ne soit soumis, en définitive, qu'à la seule approbation du Conseil des marchés financiers. Il y aurait alors confusion entre l'agrément bancaire et l'agrément financier.

Le **paragraphe II** modifie l'article 15 de la loi bancaire afin de prévoir que les entreprises d'investissement et les établissements de crédit ne peuvent commencer leurs activités avant d'avoir reçu un agrément délivré par le Comité des établissements de crédit.

Ce même paragraphe insère, au sein de l'article 15, un paragraphe spécifique s'agissant des conditions de délivrance de l'agrément du CEC aux entreprises d'investissement. Il s'agit en l'occurrence :

1. de vérifier que les entreprises d'investissement satisfont aux articles 16 et 17 de la loi bancaire :

- l'article 16 prévoit que :

"Les établissements de crédit doivent disposer d'un capital libéré ou d'une dotation versée d'un montant au moins égal à une somme fixée par le comité de la réglementation bancaire.

"Tout établissement de crédit doit justifier à tout moment que son actif excède effectivement d'un montant au moins égal au capital minimum le passif dont il est tenu envers les tiers.

"Les succursales d'établissements de crédit dont le siège social est à l'étranger sont tenues de justifier d'une dotation employée en France d'un montant au moins égal au capital minimum exigé des établissements de crédit de droit français."

- l'article 17 prévoit que :

*"La **détermination** effective de l'orientation de l'activité de l'établissement doit être assurée par **deux personnes au moins**.*

"Les établissements de crédit dont le siège social est à l'étranger désignent deux personnes au moins auxquelles ils confient la détermination effective de l'activité de leurs succursales.

2. **l'adéquation de la forme juridique de l'entreprise à l'activité d'entreprise d'investissement ;**
3. **l'honorabilité et l'expérience des personnes qui la dirigent ;**
4. **la qualité des apporteurs de capitaux et, le cas échéant, de leurs garants, ainsi que le niveau de leur participation.**

La proposition de loi prévoyait (conformément à la directive) que le CMF ne puisse accorder l'agrément (article 16) que si :

- 1° l'entreprise a son siège social en France ;
- 2° dispose d'un capital initial suffisant compte tenu du métier qu'elle souhaite exercer et déterminé par le CMF ;
- 3° fournit l'identité de ses actionnaires ainsi que le montant de leur participation ; le CMF apprécie la qualité de ces actionnaires au regard de la nécessité de garantir une gestion saine et prudente de l'entreprise d'investissement ;
- 4° ses dirigeants possèdent l'honorabilité nécessaire et l'expérience adéquate et sont au moins deux à déterminer l'orientation de l'entreprise ;
- 5° l'entreprise fournit un programme d'activité, qui est apprécié au regard de la nécessité d'assurer une gestion "saine et prudente" de l'entreprise.

Par ailleurs, l'article 90 prévoyait que les entreprises d'investissement (et les établissements de crédit) soient tenues, dans des conditions définies par

le CMF, de respecter des normes de gestion destinées à garantir leur liquidité et leur solvabilité à l'égard des tiers, ainsi que l'équilibre de leur structure financière.

Le paragraphe III prévoit de modifier l'article 19 de la loi bancaire afin de confier au CEC le retrait de l'agrément.

II. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION

Cet article appelle plusieurs critiques sur le fond comme sur la forme.

Critiques sur la forme.

Il regroupe trois dispositions ayant trait à trois sujets distincts : la nécessité pour les établissements de crédit d'obtenir un agrément lorsque l'exercice d'une opération connexe de banque constitue un service d'investissement ; les conditions relatives à la délivrance de l'agrément ; les conditions relatives au retrait de l'agrément. Il aurait mieux valu scinder ces dispositions en trois articles différents.

Ensuite, il entretient une confusion entre l'agrément de banque et celui de prestation de services d'investissement. A cet égard, on remarquera que la rédaction prévue pour le premier alinéa du paragraphe II de l'article 15 (*"Avant d'exercer leur activité, les entreprises d'investissement doivent obtenir l'agrément délivré par le comité des établissements de crédit visé à l'article 29"*) semble contradictoire avec la modification introduite au premier alinéa ce même article 15 (*"Avant d'exercer leur activité, les établissements de crédit et les entreprises d'investissement doivent obtenir l'agrément délivré par le comité des établissements de crédit visé à l'article 29"*).

Critiques sur le fond.

Sur le fond, cet article est assez révélateur d'une certaine "banclarisation" des entreprises d'investissement : s'il est impossible de distinguer entre les conditions d'agrément requises pour un prestataire de services d'investissement et celles requises pour un établissement de crédit, il suffirait de dire que seuls les établissements de crédit peuvent exercer des services d'investissement et dans ces conditions le concept même d'entreprise d'investissement serait inutile.

Pour ces raisons, votre commission vous propose :

1° de modifier le paragraphe I

2° de sortir les conditions de délivrance de l'agrément de la loi bancaire pour les introduire dans la loi financière (articles additionnels après l'article 9) et en conséquence de supprimer le paragraphe II de cet article ;

3° de la même façon de prévoir les conditions de retrait de l'agrément dans le corps même de la loi financière (articles additionnels après l'article 10) et en conséquence de supprimer le paragraphe III de cet article.

Décision de la commission : votre commission vous demande de modifier le paragraphe I, conformément aux indications données ci-dessus, et de supprimer les paragraphes II et III de cet article.

Articles additionnels après l'article 10

Conditions de retrait de l'agrément

Commentaire : les présents articles additionnels ont pour objet de prévoir les conditions de retrait de l'agrément délivré aux prestataires de services d'investissement.

L'**article 10 bis** que votre commission vous demande d'adopter a pour objet de prévoir le cas du retrait d'agrément lorsque celui-ci a été délivré par le Comité des établissements financiers.

L'**article 10 ter** que votre commission vous demande d'adopter a pour objet de prévoir le cas du retrait d'agrément lorsque celui-ci a été délivré par la Commission des opérations de bourse (Sociétés de gestion de portefeuille).

Décision de la commission : votre commission vous demande d'adopter les articles additionnels ci-dessus mentionnés.

Article additionnel après l'article 10

L'appellation de "maison de titres" et la dissociation de ce statut de la loi bancaire

Commentaire : le présent article prévoit de donner la possibilité aux entreprises d'investissement qui ont reçu l'agrément pour exercer l'ensemble des services principaux d'investissement de prendre l'appellation de "maisons de titre". Il prévoit également l'abrogation des dispositions relatives aux maisons de titre dans la loi bancaire.

Assurément, la question des maisons de titres est au coeur du débat ouvert par ce projet de loi entre les tenants de l'autonomie des métiers du titre et ceux de l'unicité titre-crédit.

En effet, les maisons de titres, qui jouent un rôle très important sur la place financière de Paris, constituent une **catégorie juridique distincte des banques, mais incluse dans la catégorie plus large des établissements de crédit**. Cependant, elles n'effectuent aucune opération de banque et ont pour "**principale activité**" d'exercer des services d'investissement. Elles représentent en quelque sorte, le prototype de ce que pourrait être une entreprise d'investissement "bancaarisée".

La question est donc de savoir ce qui justifierait le maintien d'une catégorie juridique spécifique, distincte de la catégorie des banques, alors que le projet de loi soumis à votre examen autorise celles-ci à exercer directement l'ensemble des métiers du titre.

Dans cette perspective, il peut sembler nécessaire de rappeler l'origine de leur inclusion dans la catégorie des établissements de crédit, avant d'apprécier l'éventualité de leur maintien dans un environnement post-DSI.

1. L'origine de l'inclusion des maisons de titres dans la catégorie des établissements de crédit

Sous l'égide de la législation bancaire de 1941, les maisons de titres étaient enregistrées auprès du Conseil National du Crédit sous le statut d'établissement financier et leur activité consistait essentiellement à effectuer des opérations de placement de valeurs mobilières ou de gestion de portefeuille.

L'analyse des travaux parlementaires ayant abouti à la loi bancaire de 1984 montre, sans ambiguïté, que ces établissements n'exerçaient aucune opération de banque puisque leur rattachement pur et simple au statut des gérants de portefeuille, alors régis par la loi du 21 décembre 1972, avait même été envisagé par le projet initial du gouvernement.

Une raison essentielle a conduit à l'abandon de cette disposition : **il était nécessaire, pour qu'elles puissent exercer leur activité de placement, de leur permettre d'accéder au marché interbancaire.**

Par conséquent, les maisons de titres devaient être dotées d'un statut spécifique, distinct de celui des établissements de crédit, mais "*permettant de réglementer leurs activités, de contrôler l'accès à cette profession et d'assurer le respect de la réglementation qui leur est applicable*"¹

Ainsi, le ministre de l'économie de l'époque, M. Jacques Delors, avait-il admis "*qu'en raison de la complexité de leur position et de leurs caractéristiques les maisons de titres posent un problème particulier*". Il avait de ce fait accepté, devant le Sénat, de supprimer l'assimilation aux gérants de portefeuille et un régime spécifique pour les maisons de titres avait, ainsi, été instauré²

Ce régime dit "transitoire", qui s'est concrétisé par l'adoption du texte définitif de l'ancien article 99 de la loi bancaire, a été maintenu jusqu'en 1992. A cette date les maisons de titres ont retrouvé leur appellation d'origine et ont été définies parmi les sociétés financières à l'article 18 de la loi bancaire qui énumère les établissements de crédit.

Cette inclusion visait, d'une part, à consacrer une situation de fait préexistante dans la mesure où, sans avoir la qualité d'établissements de crédit, les maisons de titres étaient placées sous la tutelle des autorités bancaires, et d'autre part, à leur permettre de bénéficier du principe du passeport européen résultant de la deuxième directive bancaire.

Quel jugement porter aujourd'hui sur le maintien de ce statut ?

¹ JO débats Assemblée Nationale p. 6225 8 décembre 1983.

² JO débats Sénat p 2659 4 novembre 1983.

2. **Appréciation des raisons du maintien des maisons de titres du fait du nouveau statut d'entreprise d'investissement**

Deux types de prestations permettaient traditionnellement de justifier la distinction entre les maisons de titres et les sociétés de bourse : les premières ne pouvaient pas faire de la négociation de valeurs mobilières (à l'exception, dans certaines conditions, de la négociation d'obligations), alors que le placement garanti ou avec prise ferme de valeurs mobilières était interdit aux sociétés de bourse.

La loi n° 96-109 du 14 février 1996 relative aux relations financières avec l'étranger en ce qui concerne les investissements étrangers en France a déjà mis fin au monopole des sociétés de bourse et permet désormais aux établissements de crédit, y compris les maisons de titres, d'effectuer la négociation de valeurs mobilières.

En sens inverse, l'adoption du présent projet de loi aurait pour conséquence de permettre aux sociétés de bourse, devenues entreprises d'investissement, d'effectuer le placement et la prise ferme à l'émission.

Par ailleurs, l'adoption du présent projet de loi aurait également pour effet de placer les maisons de titres et les entreprises d'investissement sous la tutelle des mêmes autorités. Ce point n'est pas contesté par votre commission.

Dans ces conditions, les raisons qui pourraient justifier le maintien de la catégorie des maisons de titre ne sont pas d'ordre fonctionnel, - elles font les mêmes métiers - mais s'expliquent par des différences statutaires. Ces différences sont, pour l'essentiel, au nombre de trois.

La première tient au fait qu'en tant qu'établissements de crédit, les **maisons de titre sont soumises à l'article 52 de la loi bancaire** qui prévoit l'appel en comblement de passif, par le gouverneur de la Banque de France, des actionnaires d'un établissement défaillant et permet, le cas échéant, le recours à la solidarité de place. De fait, depuis 1992, les créateurs de maisons de titre sont soumis à l'obligation de fournir une lettre d'engagement de la part de leurs actionnaires détenant au moins 5 % du capital, d'assurer le soutien de l'établissement si nécessaire. C'est la **théorie dite de l'actionnaire de référence**.

Il est donc tout à fait concevable que les maisons de titre puissent se prévaloir, vis à vis de leurs clients, de garanties plus fortes que celles des entreprises d'investissement, non soumises à l'article 52 de la loi bancaire (on rappelle que la proposition de loi de votre commission prévoyait un article homothétique de l'article 52 pour les entreprises d'investissement). Mais il est vrai que cette disposition a aussi son prix, et qu'il n'est peut-être pas

forcément très intéressant d'être actionnaire d'une maison de titre dans ces conditions.

La seconde différence, statutaire elle aussi, réside dans le fait que les entreprises d'investissement n'auraient pas, si le projet de loi du gouvernement était adopté en l'état, **accès au marché interbancaire**. (On rappelle que la proposition de loi prévoyait de donner aux entreprises d'investissement, accès au marché interbancaire) **Dans ces conditions, il est évident que les droits accordés à celles-ci d'effectuer du placement ou de la prise ferme risquent de se révéler purement virtuels.**

Enfin, il convient de signaler qu'en tant qu'établissement de crédit, les maisons de titre bénéficient d'une pondération du risque considérablement allégée. Ce bénéfice se traduit, notamment, par une pondération moindre du risque porté par l'établissement de crédit prêteur au titre du ratio de solvabilité (20 % au lieu de 100 % pour une entreprise quelconque).

On comprend que, dans ces conditions, les actuelles maisons de titres n'aient aucune envie d'intégrer un statut dégradé de l'entreprise d'investissement mais au contraire tout intérêt à conserver leurs avantages statutaires à leur seul profit.

Le problème est que, dans ces conditions, quasiment aucun professionnel du titre, et en particulier les sociétés de bourse, n'aurait intérêt à intégrer le statut d'entreprise d'investissement, tant les distorsions de concurrence avec les maisons de titre seraient fortes et tant il lui serait difficile d'exercer l'ensemble des métiers du titre sans avoir accès au marché interbancaire.

En d'autres termes, le Parlement serait en train d'examiner un projet de loi, dont la plus grande partie de ses dispositions se révéleraient, en fin de compte, dépourvues de sujets d'application.

La seule solution à ce problème est d'aligner le statut des entreprises d'investissement sur celui des maisons de titre.

S'agissant de **l'accès au marché interbancaire**, votre commission, fidèle en cela à sa position antérieure, vous demandera d'ouvrir son accès aux entreprises d'investissement en insérant un article additionnel après l'article 33, dans des conditions qu'il appartiendra au comité de la réglementation financière de définir.

S'agissant de **la pondération des risques**, le problème qui se pose n'est pas spécifiquement français, mais concerne l'ensemble des Etats membres : quelle pondération affecter aux entreprises d'investissement. Il est clair en effet qu'une réglementation dans laquelle seuls les risques pris sur

établissements de crédit pourraient être pondérés à 20 % ne serait conforme ni à l'esprit, ni à la lettre de la directive. Elle imposerait des discriminations de concurrence, dont il est douteux que nos amis et concurrents britanniques se satisfassent. Précisément, d'après les informations fournies à votre rapporteur, la banque d'Angleterre pondère d'ores et déjà les futures entreprises d'investissement au même niveau que les banques (20 %). Dans ces conditions, on imagine mal notre Banque centrale pénalisant nos propres intermédiaires financiers.

S'agissant enfin, de la protection de l'article 52 de la loi bancaire, dont on rappelle qu'il fait actuellement l'objet de travaux de réflexion tant de la part du gouvernement que des commissions des finances de chaque assemblée, la question peut être résumée ainsi : est-il nécessaire à une banque de disposer du statut de maison de titres pour exercer, en tant que banque, les services d'investissement ? La réponse est non.

Dans ces conditions, votre commission vous demande de supprimer le statut juridique des maisons de titre et d'en réserver l'appellation aux prestataires de services d'investissement (entreprises d'investissement ou banques) qui seront agréées pour exercer l'ensemble des métiers du titre.

Votre commission vous demandera néanmoins de modifier l'article 61 afin de prévoir un régime transitoire nécessaire pour ne pas gêner l'évolution de la place.

Ce régime est le suivant : les actuelles maisons de titre recevront, de par la loi, l'agrément pour exercer l'ensemble des métiers du titre (y compris la négociation, pour laquelle elles devraient normalement solliciter un agrément).

Toutefois, elles conservent la possibilité d'opter, jusqu'à une date qu'il vous conviendra de définir, et que votre commission vous propose de fixer au 30 juin 1997, pour le statut d'établissement de crédit. Dans ce cas, elles devront satisfaire à l'ensemble des conditions requises pour recevoir l'agrément de banque.

Décision de la commission : votre commission vous demande d'adopter le présent article additionnel.

Article additionnel après l'article 10

L'appellation de "courtiers en instruments financiers"

Commentaire : le présent article prévoit de donner la possibilité aux entreprises d'investissement qui exercent à titre principal les activités de courtage, de prendre l'appellation de "courtiers en instruments financiers".

Cette catégorie correspond aux agents des marchés interbancaires.

Décision de la commission : votre commission vous demande d'adopter le présent article additionnel.

Article additionnel après l'article 10

Compétence du Comité des établissements financiers en matière de relations avec les autorités compétentes en matière d'agrément des autres Etats membres de l'Union

Commentaire : le présent article additionnel donne compétence au Comité des établissements financiers pour gérer les relations avec les autorités compétentes en matière d'agrément des autres Etats membres de l'Union.

L'article 62 du projet de loi prévoit de donner compétence au CMF pour établir la liste des prestataires de services d'investissement français exerçant à l'étranger en libre prestation ou en libre établissement. Il en fait par ailleurs le destinataire des informations transmises par ces autorités concernant les prestataires de services d'investissement exerçant en France.

Dans la mesure où il n'est désormais plus contesté que le Comité des établissements financiers soit l'autorité chargée de délivrer l'agrément, il est apparu plus logique à votre commission de confier à ce dernier la gestion des relations avec les autorités compétentes des autres Etats membres de l'Union, en matière d'agrément.

L'adoption du présent article entraînerait la suppression de l'article 62.

Décision de la commission : votre commission vous demande d'adopter le présent article additionnel.

Section 3

Interdictions

[Division et intitulé nouveaux]

Article additionnel après l'article 10

Interdiction pour d'autres personnes que les prestataires de services d'investissement d'exercer des activités de services en investissement pour compte de tiers

Commentaire : le présent article additionnel pose le principe de l'interdiction pour d'autres personnes que les prestataires de services en investissement d'exercer des activités de services en investissement pour compte de tiers.

Cet article reprend, sous une forme différente, le principe posé à l'article 4 paragraphe I du présent projet de loi.

Décision de la commission : votre commission vous demande d'adopter le présent article additionnel.

Article additionnel après l'article 10

Interdiction d'exercice de responsabilités au sein d'une entreprise d'investissement pour cause de condamnation pénale

Commentaire : le présent article additionnel prévoit de reprendre, dans la loi financière, le principe de l'interdiction des personnes ayant été condamnées pénalement, d'exercer des fonctions de direction au sein d'une entreprise investissement.

Il est préférable de poser le principe sous la forme d'une interdiction, comme le fait l'article 13 de la loi bancaire pour les établissements de crédit et comme le faisait l'article 12 de la proposition de loi.

L'adoption de cet article additionnel permettrait de faire clairement apparaître quelles sont les interdictions qui s'appliquent aux entreprises d'investissement, sans se reporter à la loi bancaire. Il permettrait ce faisant de supprimer le paragraphe IV de l'article 59.

Cette modification semble d'autant plus justifiée que le dispositif pénal applicable aux établissements de crédit est devenu obsolète avec l'adoption du nouveau code pénal.

Décision de la commission : votre commission vous demande d'adopter le présent article additionnel.

Article additionnel après l'article 10

Interdiction d'entretenir la confusion sur les activités exercées

Commentaire : le présent article additionnel prévoit de reprendre, dans la loi financière, l'interdiction faite à d'autres personnes que les entreprises d'investissement, de prendre cette appellation et pour les entreprises d'investissement d'entretenir la confusion sur leurs activités réellement exercées.

Toujours pour des raisons de lisibilité, il est préférable de reprendre dans la loi financière les dispositions de l'article 14 de la loi bancaire pour les établissements de crédit, comme le faisait l'article 13 de la proposition de loi.

Décision de la commission : votre commission vous demande d'adopter le présent article additionnel.

Section 4

Organisation de la profession

[Division et intitulé nouveaux]

Article additionnel après l'article 10

Organisation de la profession

Commentaire : le présent article additionnel a pour objet d'instituer une Association française des entreprises d'investissement regroupant l'ensemble des entreprises d'investissement.

Se reporter au commentaire de l'article 8.

Décision de la commission : votre commission vous demande d'adopter le présent article additionnel.

Section 5

Champ d'application

[Division et intitulé nouveaux]

Article 11

Champ d'application de la loi

Commentaire : le présent article a pour objet d'autoriser un certain nombre de personnes publiques ou privées à effectuer des services d'investissement sans pour autant bénéficier du passeport européen.

D'une façon générale, cet article n'appelle pas de commentaires particuliers et sous réserve de quelques précisions, votre commission vous demande de l'adopter ¹.

Néanmoins, il est très important de souligner la non-inclusion de la Caisse des dépôts et consignations (CDC) dans cet article. Cette omission volontaire conduira cet établissement à filialiser ses activités de services d'investissement.

Une telle filialisation est-elle légitime ?

Votre commission estime en effet souhaitable que la CDC exerce ses activités dans le même cadre légal et réglementaire que les autres prestataires de services d'investissement.

Compte tenu de l'importance de l'activité de cet établissement, notamment en matière de gestion collective (entre la moitié et le tiers de l'activité de la place), il est en effet légitime que les investisseurs, directs ou

¹ Voir sur ce point p. 98 et suivantes du rapport d'information n° 578 (1993-1994) précité.

Toutefois, votre commission ne consent à cette modification importante de la structure de la CDC, dont les liens avec le Parlement préexistaient à la notion même de marché financier, qu'à la condition que le Gouvernement prenne l'engagement et apporte les garanties nécessaires afin que ne soit pas effectuée une réforme "en creux" de la CDC, dont il n'aurait pas à débattre.

Décision de la commission : votre commission vous demande d'adopter le présent article, sous réserve des précisions qu'apportera le Gouvernement.

Article additionnel après l'article 11

Exclusion du bénéfice du passeport européen pour les transmetteurs d'ordre et les négociateurs sur les marchés à terme de marchandise

Commentaire : conformément à la directive, le présent article additionnel prévoit que les personnes n'exerçant que des services d'investissement sur les marchés à terme de marchandise ou ceux qui n'exercent que le métier de réception et transmission d'ordres (courtage) ne bénéficieront pas du passeport européen.

Il s'agit d'une exclusion imposée par la directive et qui ne résulte pas clairement du projet de loi.

Décision de la commission : votre commission vous demande d'adopter le présent article additionnel.

TITRE II

LES MARCHES FINANCIERS

CHAPITRE PREMIER

LE CONSEIL DES MARCHÉS FINANCIERS

Section 1

Organisation

[Intitulé modifié]

Article 12

Composition du Conseil des marchés financiers

Commentaire : le présent article institue le Conseil des marchés financiers, organisme professionnel composé de 25 membres et en charge, pour l'essentiel, de l'élaboration et du contrôle des règles "déontologiques" s'imposant aux prestataires de services d'investissement.

I. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

Le **paragraphe I** qualifie le Conseil des marchés financiers d'**organisme professionnel**.

Il est à noter qu'aussi bien le Conseil des bourses de valeurs (article 5 de la loi de 1988 sur les sociétés de bourses) que le Conseil des marchés à terme (article 5 de la loi de 1885 sur les marchés à terme) étaient qualifiés de simples organismes professionnels.

Afin de ne pas entretenir de confusion sur la nature exacte de cet organisme, votre commission a jugé préférable de le qualifier d'**autorité professionnelle**.

Le **paragraphe II** établit la composition du CMF.

Cette instance comprend 25 membres, dont 15 seulement font partie d'une formation "plénière", les 10 autres ne siégeant que dans des formations spécialisées ou disciplinaires. Ils sont nommés par arrêté du ministre de l'économie.

Il convient de préciser que ni la composition exacte du CMF, ni la durée du mandat de ses membres, ne sont fixées par le présent projet d'article qui renvoie à un décret en Conseil d'Etat le soin de préciser les conditions de désignation, de quorum, de majorité et de représentation des membres absents.

Toutefois, le projet prévoit que vingt-trois membres sont désignés parmi les personnalités proposées par les organisations professionnelles et deux membres choisis parmi des personnalités qualifiées.

En outre, le présent article prévoit la possibilité pour le ministre de désigner un commissaire du gouvernement auprès de chaque formation du Conseil. L'idée sous-jacente est ici qu'il n'y aurait en fait qu'un seul commissaire du gouvernement mais, compte tenu de l'existence de plusieurs formations spécialisées et disciplinaires, celui-ci aurait la possibilité de se faire assister par un commissaire du gouvernement-adjoint dans l'hypothèse où ces formations tiendraient des réunions concomitantes.

Compte tenu des précisions apportées par les articles 14 et 15 relatifs aux formations spécialisées et aux formations disciplinaires, il serait logique de penser que le commissaire du gouvernement ne dispose d'une voix délibérative, que lorsqu'il assiste aux délibérations de la formation plénière.

Cette situation le conduirait à pouvoir exercer un droit de vote sur :

- l'approbation des programmes d'activité des entreprises d'investissement et des établissements de crédit ;
- l'élaboration et la modification du règlement général ;
- les propositions en matière de reconnaissance des marchés réglementés ;
- l'application des règles fixées par le Conseil en matière d'opérations financières ;
- la désignation des membres des formations spécialisées.

Telle n'est pas cependant l'intention des rédacteurs du projet.

Le **paragraphe III** prévoit que le **président est élu**, parmi les représentants de la formation plénière, par les 25 membres nommés.

Le **paragraphe IV** prévoit que les **décisions du Conseil sont prises à la majorité des voix**, sauf exceptions prévues par le présent projet. En cas de partage égal des voix, celle du président est prépondérante.

Le **paragraphe V** s'efforce de résoudre les **conflits d'intérêt éventuels** qui pourraient naître entre les fonctions de membre du Conseil et les intérêts propres du membre. Cette disposition est nécessaire compte tenu de l'absence d'un régime d'incompatibilités. Il est prévu, d'une part, que tout membre du Conseil doit informer le président des intérêts qu'il détient, des fonctions qu'il exerce et des mandats qu'il occupe au sein d'une personne morale. D'autre part, le présent article prévoit qu'aucun membre du Conseil ne peut délibérer dans une affaire dans laquelle il détient un intérêt ou occupe un mandat. Ce paragraphe est à rapprocher du second alinéa de l'article 23 de la proposition qui prévoyait quant à lui un régime d'incompatibilités beaucoup plus strict, dans la mesure où le CMF était doté d'importants pouvoirs.

On notera toutefois une lacune concernant la position du président du conseil qui n'est soumis à aucune obligation d'information.

Le **paragraphe VI** soumet les membres, les salariés et les préposés du Conseil au secret professionnel, dans les conditions et sous les peines prévues par le code pénal. Ce paragraphe est à rapprocher du septième alinéa de l'article 20 et du premier alinéa de l'article 23 de la proposition.

On rappellera que la proposition de loi prévoyait seulement 15 membres, dont 13 sur proposition des organisations professionnelles, le directeur du Trésor et le Gouverneur de la Banque de France (avec voix délibérative). Le président était élu par ses pairs mais, compte tenu de la subordination du CMF à la COB, la présence de commissaires de gouvernement n'avait pas été jugée utile.

II. POSITION DE LA COMMISSION

Votre commission vous propose les modifications suivantes :

- 1) Remplacer les termes "*d'organisme professionnel*" par ceux "*d'autorité professionnelle*" ;
- 2) Réduire le nombre des membres du Conseil et inscrire la durée de leur mandat dans la loi. Il est en effet important que le CMF ne soit pas conçu comme une sinécure, et que l'ensemble des personnalités importantes de la place puissent légitimement nourrir l'espoir d'y être nommés. Pour cela, une durée courte serait souhaitable - 3 ans par exemple - ainsi qu'un renouvellement par tiers annuel. Par ailleurs, si l'on peut comprendre la nécessité de disposer d'un "vivier" important de membres afin de composer les

formations spécialisées et les formations disciplinaires, il est vrai aussi que le trop grand nombre nuit à l'efficacité.

Néanmoins, pour tenir compte de la nécessité, dans certains cas, d'associer un nombre important de personnalités qualifiées à l'élaboration d'une décision, il serait souhaitable de prévoir que le CMF puisse s'adjoindre, en tant que de besoin, des membres consultants, ou "experts", disposant d'une voix délibérative. Ces personnes seraient choisies par lui, pour une durée déterminée, et proposées pour nomination au ministre de l'économie. Elles auraient ainsi une "dignité" égale à celle des membres du Conseil, à la réserve près qu'elles ne pourraient participer qu'aux décisions des formations spécialisées.

3) Prévoir la présence d'un représentant de la COB, sans voix délibérative, à l'instar de ce qui est prévu pour la Banque de France. La présence de ce représentant permettrait d'assurer, dans l'intérêt général, une communication des deux autorités. Elle constituerait également une sorte de palliatif, nécessaire pour conjurer les risques de chevauchement de compétences découlant de la non-hiérarchisation des deux autorités.

4) Abolir la distinction entre les membres de plein exercice et ceux appelés simplement à siéger dans des formations spécialisées. Cette articulation s'explique par les difficultés que peuvent rencontrer les organisations professionnelles à désigner des membres en simple qualité de suppléants. Néanmoins, elle aboutit à des complications inutiles qu'il est souhaitable de faire disparaître.

5) Fixer dans la loi les catégories de membres composant le CMF. Il serait légitime que les professionnels de l'intermédiation soient, sinon majoritaires, du moins fortement représentés. Toutefois, des représentants des autres professions (gestionnaires) ou des autres mondes (émetteurs, investisseurs) doivent également être présents afin de conjurer les risques de corporatisme.

6) Scinder les paragraphes V et VI dans deux articles distincts, l'un relatif aux incompatibilités, l'autre au secret professionnel. A cet égard, il serait souhaitable de combler la lacune relative aux obligations d'information des intérêts qu'est susceptible de détenir le Président du Conseil.

7) Accessoirement, il semble utile de préciser, puisque telle est l'intention des rédacteurs du texte, que le commissaire du gouvernement n'a pas voix délibérative.

Décision de la commission : votre commission vous demande d'adopter une nouvelle rédaction de cet article conformément aux observations ci-dessus énoncées.

Article 13

La formation plénière du Conseil des marchés financiers

Commentaire : le présent article organise les modalités de fonctionnement et précise les compétences de la formation plénière du CMF.

I. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

Cet article prévoit que seule la formation plénière, qui est en quelque sorte un Conseil au sein du Conseil, est composée de 15 membres.

Elle a compétence pour :

- l'approbation des programmes d'activité ;
- l'élaboration du règlement général ;
- les propositions en matière de marchés réglementés ;
- l'application des règles concernant les opérations financières ;
- la désignation des membres des formations spécialisées et disciplinaires.

II. POSITION DE LA COMMISSION

La distinction entre formation plénière et spécialisée vise à répondre à la difficulté de désigner des membres suppléants et ne répond pas à des objectifs d'une grande logique. En outre, le terme "plénier" paraît "contre-intuitif" pour désigner une formation restreinte.

Pour ces raisons, et compte tenu des modifications proposées à l'article 14, votre commission vous demande de supprimer cet article.

Décision de la commission : Votre commission vous demande de supprimer cet article.

Article 14

Les formations spécialisées du Conseil des marchés financiers

Commentaire : le présent article organise les modalités de fonctionnement des formations spécialisées du Conseil des marchés financiers.

I. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

Cet article prévoit la possibilité pour le CMF de créer en son sein des formations spécialisées, composées de cinq membres dont trois appartenant à la formation plénière. Il doit être rapproché de l'article 21 de la proposition.

La présidence des formations spécialisées est exercée par le président du Conseil ou par un membre de la formation plénière délégué par lui à cet effet.

II. POSITION DE LA COMMISSION

Outre ce qui a déjà été dit concernant ces formations dans le commentaire de l'article 12 du présent projet, il ne semble pas souhaitable de fixer dans la loi le nombre de ces formations. Il convient au contraire de laisser, sur ce point au moins, le soin au Conseil de s'organiser comme il le souhaite.

Il doit être entendu par ailleurs, que le mode de fonctionnement de ces formations disciplinaires pourra utilement s'inspirer de celui des commissions parlementaires. Ainsi, ces formations auront pouvoir de préparer et d'instruire les décisions du Conseil, le cas échéant en faisant un rapport devant lui. Mais elles ne disposeront pas d'un pouvoir décisionnel direct, ce qui sera le cas, en revanche, des formations disciplinaires.

Décision de la commission : Votre commission vous demande d'adopter une nouvelle rédaction de cet article conformément aux observations ci-dessus énoncées.

Article 15

Les formations disciplinaires du Conseil des marchés financiers

Commentaire : le présent article organise les modalités de fonctionnement des formations disciplinaires du Conseil des marchés financiers.

I. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

Cet article prévoit la possibilité pour le CMF de créer en son sein des formations disciplinaires, composées de cinq membres dont 3 appartenant à la formation plénière.

La présidence des formations spécialisées est exercée par le président du Conseil ou par un membre de la formation plénière délégué par lui à cet effet.

Le commissaire du gouvernement peut assister aux réunions des formations spécialisées sans voix délibérative.

Cet article doit être rapproché de l'article 15 de la proposition de loi.

II. POSITION DE LA COMMISSION

Votre commission vous demande d'harmoniser la rédaction de cet article avec celle qu'elle vous propose pour l'article 14.

Par ailleurs, il lui a semblé préférable, dans un souci de clarté, d'intégrer ici l'article 16 qui prévoit l'intervention d'un décret en Conseil d'Etat.

Décision de la commission : Votre commission vous demande d'adopter une nouvelle rédaction de cet article conformément aux observations ci-dessus énoncées.

Articles additionnels après l'article 15

Conflits d'intérêt et secret professionnel

Commentaire : les présents articles additionnels ont pour objet de reprendre certaines dispositions du projet de loi qu'il serait souhaitable, pour la clarté du texte, de reprendre distinctement, à cet endroit précis.

L'article 15 *bis*, que votre commission vous demande d'adopter, a pour objet de reprendre les dispositions prévues initialement au paragraphe V de l'article 12, relatives aux mesures destinées à prévenir tout conflit d'intérêt entre la qualité de membre du Conseil des marchés financiers et d'autres fonctions ou qualités.

L'article 15 *ter*, que votre commission vous demande d'adopter, vise à reprendre et à regrouper les dispositions prévues à la présente section, relatives au secret professionnel des membres et des personnes concourant à l'activité du Conseil.

Décision de la commission : Votre commission vous demande d'adopter les présents articles additionnels.

Article 16

**Décret en Conseil d'Etat relatif
aux formations disciplinaires du CMF**

Commentaire : le présent article prévoit l'intervention d'un décret en Conseil d'Etat pour fixer les règles de fonctionnement des formations disciplinaires.

I. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

L'intervention d'un décret en Conseil d'Etat est nécessaire afin d'assurer le respect des droits de la défense devant le Conseil.

II. POSITION DE LA COMMISSION

Votre commission a admis qu'un décret en Conseil d'Etat fixe les compétences des formations disciplinaires, compte tenu de la nécessité d'assurer, d'une part, l'homogénéité du droit disciplinaire et, d'autre part, le respect des droits de la défense.

Néanmoins, il n'est pas souhaitable, formellement, d'isoler cette disposition de l'article précédent.

Décision de la commission : votre commission vous demande de supprimer cet article.

Section 2

Attributions du Conseil des marchés financiers

[Intitulé modifié]

Article 17

Règlement général du CMF

Commentaire : cet article détermine les compétences réglementaires du Conseil des marchés financiers. Il prévoit également que celui-ci puisse prendre des décisions de portée générale ou individuelle par l'application de son règlement général. Il prévoit, enfin, que le Conseil puisse agréer des "contrats-types" d'opérations sur instruments financiers.

I. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

Le **paragraphe I de cet article** prévoit le champ d'application du pouvoir réglementaire dont disposera le CMF.

Le règlement général est homologué par le ministre de l'économie.

Ce paragraphe doit être rapproché des articles 17 et 18 de la proposition. Comme on peut le voir sur le tableau ci-après, les deux champs d'application ne se recoupent que partiellement.

projet de loi	proposition de loi
	1° le montant du capital des EI
	3° les règles applicables à la délivrance, à la suspension et au retrait de l'agrément des entreprises d'investissement, conformément aux articles 14 et suivants
1° les règles de déontologie, d'organisation, d'administration, de contrôle et de sécurité que les EI et les EC sont tenus d'observer	4° les règles de conduite que les entreprises d'investissement et les établissements de crédit qui fournissent des services d'investissement sont tenus de respecter à tout moment

	<p>conformément aux principes définis aux articles 92 à 98 ; ces règles doivent tenir compte de la nature professionnelle de la personne à laquelle le service d'investissement est rendu</p> <p>2° les règles prudentielles que les entreprises d'investissement doivent respecter en vue de garantir leur liquidité, leur solvabilité, l'équilibre de leur structure financière et, plus généralement, une gestion saine et prudente des fonds et valeurs dont elles ont la charge ; ces règles concernent, notamment, l'organisation administrative et comptable interne de l'entreprise, le régime des opérations personnelles des salariés de l'entreprise, la mise en oeuvre d'une fonction autonome de contrôle interne des opérations, la protection des valeurs et des fonds des investisseurs et l'enregistrement des opérations effectuées</p>
<p>2° Les conditions d'exercice des fonctions de teneur de comptes, de conservateur et de dépositaire d'instruments financiers et les conditions d'habilitation à cet effet des teneurs de comptes (établissements mentionnés au II de l'article 94 de la loi de finances pour 1982)</p>	<p>11° la définition des métiers visés à l'article 4 (tous les métiers auxiliaires : conservateurs, conseils en gestion de patrimoine, en investissements...) et les conditions dans lesquelles ils peuvent être exercés par les intermédiaires en services d'investissement visés aux articles 106 et suivants</p>
<p>3° Les conditions dans lesquelles une carte professionnelle est délivrée à des personnes physiques placées sous l'autorité ou agissant pour le compte des entreprises d'investissement, des établissements de crédit qui fournissent un service d'investissement, des sociétés organisatrices des transactions sur les marchés réglementés et des chambres de compensation et de garantie.</p>	<p>12° les conditions dans lesquelles une carte professionnelle est délivrée à certaines personnes physiques placées sous l'autorité ou agissant pour le compte des entreprises d'investissement, des établissements de crédit qui fournissent un service d'investissement et des entreprises de marché ;</p>
<p>4° les conditions dans lesquelles sont effectués les contrôles que le CMF exerce en application des dispositions du titre III de la présente loi sur les EI et les EC sous réserve des dispositions de l'article 22 (marchés réglementés).</p>	<p>6° les conditions dans lesquelles sont effectués les contrôles que le CMF exerce en application des dispositions de la section 4 du présent chapitre sur les entreprises d'investissement et les établissements de crédit qui fournissent des services d'investissement ;</p>
	<p>5° la communication des informations relatives aux opérations de services d'investissement effectuées en dehors d'un marché réglementé visé à l'article 68</p>

<p>5° les règles applicables aux personnes visées à l'article 46 de la présente loi (entreprises d'investissement de l'Union intervenant en libre prestation ou en libre établissement).</p>	
<p>6° les règles applicables à la fourniture, sur les marchés réglementés, de services d'investissement par les EI et les EC sous réserve des dispositions de l'article 22 de la présente loi.</p>	<p>3° (art 28) les règles auxquelles sont soumises les opérations traitées sur le marché (réglementé), notamment l'exécution et le compte rendu des ordres.</p>
<p>7° les conditions dans lesquelles le CMF, en application des articles 21 et 22 de la présente loi, propose la création ou la suppression d'un marché réglementé d'instruments financiers ou de contrats à terme sur denrées ou marchandises ainsi que les règles relatives à la publicité des transactions sur instruments financiers admis sur ces marchés.</p>	
<p>8° les conditions de dérogation à l'obligation prévue à l'article 24 de la présente loi (obligation de concentration)</p>	
<p>9° les conditions dans lesquelles le CMF, en application de l'article 28 de la présente loi (chambres de compensation), approuve les statuts des chambres de compensation et de garantie.</p>	<p>10° (art 28) les règles relatives à la compensation, à la liquidation et, le cas échéant, à la garantie de bonne fin des opérations, accordées par les entreprises d'investissement ou les établissements de crédit.</p>
<p>10° les conditions dans lesquelles sont constitués un ou plusieurs fonds de garantie destinés à intervenir au bénéfice de la clientèle des EI et des EC qui fournissent des services d'investissement ainsi que les limites d'intervention de ces fonds.</p>	<p>8° les conditions de constitution ainsi que les conditions et limites d'intervention d'un fonds de garantie destiné à intervenir au bénéfice de la clientèle des entreprises d'investissement et, le cas échéant, des établissements de crédit qui fournissent des services d'investissement</p>
<p>11° les règles spécifiques applicables aux marchés de contrats à terme sur denrées ou marchandises</p>	
<p>12° les modalités du fonctionnement administratif</p>	
	<p>7° les conditions dans lesquelles des participations peuvent être prises, étendues ou réduites dans ces entreprises, ainsi que les conditions dans lesquelles ces entreprises peuvent prendre des participations</p>

	9° les conditions dans lesquelles le Conseil des marchés financiers perçoit auprès des entreprises d'investissement, des établissements de crédit et des entreprises de marché, les ressources nécessaires à l'accomplissement de ses missions
	10° les conditions dans lesquelles des entreprises non dotées de la personnalité morale peuvent être agréées comme entreprises d'investissement.
	13° les conditions dans lesquelles le Conseil des marchés financiers agréé les agences de notation lorsque leur intervention est prévue par les dispositions législatives en vigueur
	14° les règles concernant la forme et le contenu de la publicité des entreprises d'investissement

Le projet de loi et la proposition s'accordent sur les points suivants :

- la fixation des règles de déontologie, d'organisation, d'administration, de contrôle et de sécurité (à la différence de la nature professionnelle) ;
- la fixation des règles concernant tout ou partie des métiers auxiliaires ;
- la délivrance des cartes professionnelles ;
- la fixation des contrôles ;
- les conditions d'intervention du fonds de garantie.

Le projet de loi prévoit en plus de la proposition :

- les règles applicables aux entreprises de l'Union intervenant en libre prestation ou en libre établissement ; cette disposition se réfère à l'article 11 point 2. de la directive qui prévoit que : "*sans préjudice des décisions à prendre dans le cadre d'une harmonisation des règles de conduite, la mise en oeuvre et le contrôle du respect de celles-ci demeurent de la compétence de l'Etat membre où le service est fourni.*"
- les conditions dans lesquelles le CMF propose la création ou la suppression d'un marché réglementé (dans la proposition, cette prérogative incombait au Conseil supérieur de l'investissement) ;
- les conditions de dérogation à l'obligation de concentration (alors que dans la proposition, c'était la loi elle-même qui fixait ces dérogations) ;

- les règles spécifiques applicables aux marchés à terme sur denrées et marchandises ;
- les modalités du fonctionnement administratif.

La proposition de loi prévoyait par ailleurs :

- les règles de capital (qui seront fixées par le CRB dans le projet de loi) ;
- les règles prudentielles de solvabilité et de liquidité (idem) ;
- les règles d'agrément ;
- les règles relatives à la communication des opérations hors marché ;
- les conditions dans lesquelles des participations peuvent être prises ;
- les conditions dans lesquelles le CMF perçoit auprès des entreprises d'investissement les ressources nécessaires à son fonctionnement (autonomie financière) ;
- les conditions dans lesquelles les EI non dotées de la personnalité morale peuvent être agréées ;
- les conditions dans lesquelles le CMF agréé les agences de notation ;
- les règles concernant la forme et le contenu de la publicité des EI.

Ces compétences n'ont plus lieu d'être, compte tenu de l'organisation des contrôles proposée par le projet de loi et acceptée par votre commission.

En revanche, l'article 17 de la proposition prévoyait également le régime des opérations financières qui sont définies à l'article 25 du projet de loi.

Par ailleurs l'article 28 de la proposition de loi prévoyait l'intervention de règlements particuliers sur les points suivants :

- 1° règles relatives à l'admission aux négociations des valeurs mobilières et à leur radiation ; [FM2]
- 2° les règles relatives au fonctionnement du marché et à la suspension des cotations ; [FM3]

La définition de ces deux séries de règles, actuellement définies par l'article 6 de la loi boursière, incombe dans le projet de loi aux entreprises de marché (paragraphe II de l'article 22).

- 3° les règles auxquelles sont soumises les opérations traitées sur le marché, notamment l'exécution et le compte rendu des ordres [FM4] ;

Cette compétence est reprise d'une certaine manière par le 6° du présent article.

- 4° les règles relatives à l'enregistrement des opérations, ainsi que celles relatives à la forme et aux délais précis dans lesquels doivent être fournies les informations visées à l'article 70 ; [FMS]

Cette compétence est confiée aux entreprises de marché par le paragraphe I de l'article 22.

- 5° les règles relatives à la compensation, à la liquidation et, le cas échéant, à la garantie de bonne fin des opérations, accordées par les entreprises d'investissement ou les établissements de crédit.

Cette compétence est reprise d'une certaine manière par le 9° du présent article.

Ces rappels sont importants, dans la mesure où la compétence réglementaire du CMF est une compétence d'attribution et doit donc être définie avec précision.

A cet égard, il convient de souligner l'ambiguïté que fait peser l'adverbe "notamment" utilisé au premier alinéa de l'article. En effet, soit il s'agit d'une compétence d'attribution et il y a bien lieu de préciser quelles sont ces attributions, soit il s'agit d'une compétence de principe et, dans ce cas, la fixation de quelques principes généraux eût suffi.

Le **paragraphe II** prévoit que le CMF puisse prendre des décisions de portée générale ou individuelle pour l'application de son règlement général et l'exercice de ses autres compétences définies par la loi.

Le **paragraphe III** donne compétence au CMF pour agréer des contrats-types d'opérations sur instruments financiers.

D'après les informations fournies à votre rapporteur, il s'agit de donner compétence au CMF pour définir une sorte de norme "NF" pour les contrats-types, sans pour autant conférer à celui-ci un pouvoir de réglementation qui serait, par construction, antithétique de la notion de marché de gré à gré.

II. POSITION DE LA COMMISSION

S'agissant du **paragraphe I** relatif au pouvoir d'attribution du CMF, les observations suivantes doivent être faites :

- 1) Il serait souhaitable de supprimer le terme "notamment", utilisé dans le premier alinéa qui n'est pas compatible avec une compétence d'attribution.
- 2) Dans la mesure où votre commission vous propose d'accepter la compétence de principe du Comité de la réglementation bancaire (qu'elle vous propose par ailleurs de renommer : "Comité de la réglementation financière") pour la définition des règles prudentielles et de la Commission bancaire (qu'elle vous propose par ailleurs de renommer Commission financière) pour le contrôle prudentiel, il convient d'accepter que les règles prudentielles (montant du capital, règles relatives à la liquidité, à la solvabilité, à l'équilibre de la structure financière et à la sécurité) échappent à la compétence du CMF. Toutefois, l'intégralité du bloc prudentiel, qui ne se réduit pas au triptyque ci-dessus mentionné, doit être dans ce cas reconstitué au profit du CRF.
- 3) Il serait souhaitable de viser les entreprises de marché plutôt que les "*sociétés organisatrices des transactions sur les marchés réglementés*". Il vous sera proposé de définir la notion d'entreprises de marché à l'intérieur du chapitre suivant relatif aux marchés réglementés. Cette référence, ainsi que celle aux prestataires de services d'investissement, permettrait une certaine économie de mots.
- 4) D'une manière générale, il serait souhaitable de distinguer les règles relatives aux intervenants de celles relatives aux opérations.
- 5) **Dans le 1°**, il serait préférable d'utiliser le terme de "règles de conduite" utilisé par l'article 11 de la directive, plutôt que celui de règles "déontologiques", dans la mesure où la déontologie relève traditionnellement de la profession elle-même et non des autorités publiques ou professionnelles. Par ailleurs, les règles de sécurité relèvent de la réglementation prudentielle et non des règles de conduite.
- 6) **Le 2°** a trait aux conditions d'exercice des fonctions de teneur de comptes, de conservateur et de dépositaire d'instruments financiers. Ces métiers constituent des services auxiliaires au sens de l'article 3 du projet de loi. Il serait préférable de donner au CMF une compétence générale pour l'ensemble de ces métiers. Cette réglementation porte sur les

prestataires de services d'investissement, mais aussi sur les entreprises de marché et les chambres de compensation.

- 7) Les 3° et 4° devraient faire l'objet de modifications rédactionnelles compte tenu des indications données plus haut.
- 8) Le 6° pourrait être supprimé dans la mesure où il n'apporte rien. En effet, réglementer la fourniture, sur les marchés réglementés, de services d'investissement par les prestataires de services d'investissement revient à dire que l'on réglemente les conditions dans lesquelles les prestataires peuvent exercer, ce qui a déjà été dit au 1°.
- 9) Par coordination avec la suppression du II de l'article 5, (obligation pour les transmetteurs d'ordre de ne pas être du croire) il serait souhaitable d'insérer, dans les dispositions relatives aux intermédiaires, les conditions dans lesquelles certains prestataires de services d'investissement peuvent intervenir en qualité de non-du croire sur des marchés non réglementés.
- 10) Dans le 7°, il n'est pas nécessaire de viser les contrats à terme sur denrées ou marchandises, dans la mesure où ils sont inclus dans la définition des instruments financiers. En revanche, il serait souhaitable, dans la mesure où il importe que les marchés réglementés adoptent des règles minimales afin d'assurer un haut niveau de qualité et de sécurité, de rajouter que le règlement général du CMF doit préciser les règles minimales d'organisation auxquels sont soumis les marchés réglementés.
- 11) Dans le 9°, le terme "statuts" à une double acception. Il peut viser les statuts au sens du droit commercial ou les "règles de compensation". C'est bien entendu, la deuxième acception qui doit être privilégiée.
- 12) Le 10°, relatif aux fonds de garantie, trouverait mieux sa place dans les règles relatives aux intermédiaires, puisque l'on suppose que ces fonds seraient susceptibles d'intervenir en garantie d'opérations ayant eu lieu aussi bien sur des marchés de gré à gré que sur des marchés réglementés.
- 13) Le 12° doit être distingué des deux précédentes catégories. Il convient de noter qu'il aurait pu également être inséré sous forme d'article additionnel dans la partie relative à la composition du CMF.
- 14) Enfin, il serait souhaitable d'inclure dans ce même article les dispositions de l'article 6 bis de la loi boursière relatives aux "opérations financières", qui sont définies à l'article 25 du projet de loi.

On pourrait également s'interroger sur la nécessité du 11° dans la mesure où, d'une part, les contrats à terme sur denrées ou marchandises sont

inclus dans la définition des instruments financiers et, d'autre part, leurs règles sont incluses dans les règles établies par l'entreprise de marché et approuvée par le CMF (se reporter au commentaire de l'article 22).

S'agissant des **paragraphes II et III**, votre commission vous propose de les supprimer pour les raisons suivantes :

- elle vous propose de reprendre intégralement le contenu du **paragraphe II** dans un article additionnel avant l'article 17 ;

- le **paragraphe III** ne relève pas des attributions réglementaires du CMF. Par ailleurs, le terme d'agrément est inadéquat. Ce paragraphe trouverait mieux sa place dans une division spécifique dédiée aux compétences non réglementaires du CMF. En outre, l'avis de la Banque de France apparaît souhaitable pour certifier des contrats-types portant sur des instruments négociés sur le marché monétaire.

Décision de la commission : votre commission vous demande d'adopter une nouvelle rédaction de cet article, en tenant compte des observations ci-dessus énoncées.

Article additionnel après l'article 17

Pouvoirs réglementaires du CMF concernant les offres publiques

Commentaire : le présent article additionnel a pour objet de reprendre les dispositions de l'article 25 relatif aux pouvoirs réglementaires du CMF concernant les offres publiques.

Votre commission considère que les dispositions de l'article 25 ne concernent pas uniquement les marchés réglementés, puisqu'il y est question du marché hors-cote.

En revanche, ces dispositions s'appliquent en totalité au pouvoir réglementaire du CMF. C'est pourquoi, elles ont davantage leur place dans le chapitre premier que dans le chapitre deux (voir infra le commentaire de l'article 25 du présent projet).

Décision de la commission : votre commission vous demande d'adopter le présent article additionnel.

Section 3

Autres attributions

[Division et Intitulé nouveaux]

Article 18

Tutelle du Gouvernement vis-à-vis du CMF

I. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

Le **paragraphe I** prévoit que le ministre chargé de l'économie et des finances, le président de la COB et le gouverneur de la BDF peuvent saisir le CMF de toute question relevant de ses attributions.

Le **paragraphe II** prévoit que les commissaires du Gouvernement désignés auprès de chaque formation peuvent, en toute matière, demander une deuxième délibération.

Le **paragraphe III** prévoit qu'en cas de carence du CMF, les mesures nécessitées par les circonstances sont prises d'urgence par décret.

Il convient de noter que l'action en carence était déjà prévue aussi bien pour le CMT (art 8-3 de la loi de 1885 sur les marchés à terme) que pour le CBV (art 11 de la loi du 22 janvier 1988 sur les sociétés de bourse)

II. POSITION DE LA COMMISSION

Cet article ne semble soulever aucune difficulté majeure.

Toutefois, il serait souhaitable, par coordination avec l'amendement que votre commission vous proposera d'adopter à l'article 44, de modifier l'intitulé de la Commission bancaire.

Décision de la commission : votre commission vous propose d'adopter cet article sous réserve de l'adoption d'une modification de coordination.

Articles additionnels après l'article 18

**Pouvoir décisionnel d'application du règlement général
et pouvoir de certification des contrats-types**

Commentaire : les présents articles additionnels ont pour objet de reprendre respectivement les dispositions des paragraphes II et III de l'article 17 du projet de loi relatives au pouvoir de décision et au pouvoir de certification des contrats-types du CMF.

I. POUVOIR DÉCISIONNEL D'APPLICATION DU RÈGLEMENT GÉNÉRAL

L'article 18 bis que votre commission vous demande d'adopter a pour objet de reprendre les dispositions prévues initialement au paragraphe II de l'article 17.

Ce paragraphe prévoit de donner au CMF le pouvoir de prendre des décisions de portée générale ou individuelle pour l'application de son règlement général et l'exercice de ses autres compétences définies par la présente loi. Il s'agit, d'une part, des circulaires interprétatives du règlement général (actes ne faisant pas grief, au sens de la jurisprudence administrative) et des décisions individuelles prises en application du règlement (actes susceptibles de faire grief)

Ce pouvoir ne se confondant pas avec le pouvoir réglementaire dont dispose par ailleurs le CMF, il semble préférable de le dissocier formellement de l'article 17.

II. POUVOIR DE CERTIFICATION DES CONTRATS-TYPES

L'article 18 ter que votre commission vous demande d'adopter a pour objet de reprendre les dispositions relatives au pouvoir décisionnel accordé au CMF en application de son règlement général ou de ses autres compétences définies par la présente loi.

A. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

Sur certains marchés de gré à gré de gros montants, les opérateurs professionnels peuvent ressentir le besoin de placer leurs relations contractuelles dans un cadre juridique prédéfini, généralement élaboré par des associations professionnelles. Cela se traduit le plus souvent par des "contrats-types" qui constituent un cadre de référence destiné à régir des opérations récurrentes. On peut alors parler de "marché organisé" (si en plus il y a une chambre de compensation¹) ou "semi-organisé" (absence d'une chambre de compensation).²

C'est le cas, par exemple, du marché des *swaps* cambiaires, sur lequel existe un contrat-type de l'ISDA (*International Swap Dealers Association*) régissant l'essentiel des opérations.

Afin de donner en quelque sorte un label de qualité aux contrats-types élaborés par les intermédiaires français, le projet de loi propose qu'ils soient "agrés" par le CMF. Dans ce contexte, le projet du gouvernement semble pouvoir être adopté.

Cependant, la rédaction proposée n'est pas satisfaisante pour trois raisons au moins :

- elle est contenue dans un article qui fixe la compétence réglementaire du CMF. Or il doit être clairement établi, que ce pouvoir de reconnaissance d'un label de qualité n'entre pas dans ce champ de compétence ;
- elle peut résulter d'une initiative d'un membre du Conseil ; or, ce pouvoir ne doit pas se traduire par une immixtion de l'autorité professionnelle dans les marchés de gré à gré. A cet égard, on rappelle que sur ces marchés, il n'y a pas de "réglementation" des opérations et l'autonomie de la volonté contractuelle prévaut (qu'elle se matérialise dans un contrat *sui generis* ou au travers d'un contrat-type).
- enfin, elle utilise le terme "d'agrément" qui paraît inapproprié et de nature à induire à confusion.

¹ La présence d'une chambre de compensation est, comme on le verra au chapitre III du titre II, concevable même sur un marché non reconnu comme réglementé.

² Pour plus de détails, se reporter au rapport d'information du Sénat n° 578 précité p 14

II. POSITION DE LA COMMISSION

Votre commission vous propose d'accepter de reconnaître au CMF un pouvoir de délivrance d'un label de qualité des contrats-types élaborés par les associations professionnelles de la place.

Néanmoins, elle vous propose :

- 1) de dissocier cette disposition de l'ensemble des compétences réglementaires du CMF ;
- 2) de supprimer la possibilité pour un membre du CMF de prendre l'initiative de la délivrance du label ;
- 3) d'étendre le pouvoir de demander la reconnaissance aux associations professionnelles de place ;
- 4) de remplacer le terme d'agrément par celui de certification.

Décision de la commission : Votre commission vous demande d'adopter les présents articles additionnels.

Article 19

Rapport d'activité du CMF

Commentaire : le présent article impose au CMF la publication d'un rapport annuel d'activité auquel sont annexés ses comptes.

I. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

Le présent article prévoit que le CMF publie chaque année un rapport d'activité auquel sont annexés ses comptes.

La proposition confie ce rapport à l'autorité faîtière : le Conseil supérieur de l'épargne et de l'investissement.

II. POSITION DE LA COMMISSION

Cet article ne soulève pas de problème particulier et pourrait être adopté sans modification.

Décision de la commission : votre commission vous propose d'adopter cet article sans modification.

Section 4

Voies de recours

[Division et intitulé nouveaux]

Article 20

Voies de recours contre les décisions du CMF

Pour l'examen de cet article, votre commission des finances s'en est remise à l'appréciation de la commission des lois.

CHAPITRE II

LES MARCHÉS RÉGLEMENTÉS

Section additionnelle avant la section 1

Les entreprises de marché

[Division et intitulé nouveaux]

Article additionnel avant l'article 21

Définition du concept d'entreprises de marché

Commentaire : le présent article additionnel a pour objet de définir le concept d'entreprise de marché. Celle-ci est définie comme étant une société commerciale dont l'activité principale est d'assurer le fonctionnement d'un marché réglementé d'instruments financiers. Elle peut gérer une ou plusieurs chambres de compensation.

Le projet de loi ne prévoit pas de dégager le concept d'entreprise de marché établi par l'article 67 de la proposition de loi. Néanmoins, il se réfère de façon constante aux "*entreprises commerciales qui organisent les transactions sur un marché réglementé*".

Actuellement ces entreprises sont au nombre de quatre :

- la **Société des bourses françaises (SBF)** qui gère le marché boursier français ;
- **MATIF SA** qui gère le marché à terme des instruments financiers français ;
- la **SCMC** (société de compensation des marchés conditionnels) qui gère le marché des options de Paris (MONEP).
- la **Société du Nouveau marché** qui gère le Nouveau marché.

Certaines de ces entreprises (SBF et MATIF), tout en ayant une forme commerciale sont reconnues institutions financières spécialisées au sens du dernier alinéa de l'article 18 de la loi bancaire.

Le projet de loi prévoit de les faire sortir du champ de ces institutions en ne reprenant pas les dispositions de la loi boursière et de la loi de 1885 sur les marchés à terme qui les concernent.

Pour ces raisons, il serait préférable d'introduire un article permettant de dégager, dans la loi, le concept d'entreprises de marché, étant entendu par ailleurs, que lorsqu'elles gèrent une ou plusieurs chambres de compensation, elles doivent prendre le statut d'établissements de crédit.

Cet article devrait être inséré dans un chapitre distinct de celui des marchés réglementés, dans la mesure où, comme on le verra pour les chambres de compensation (article 28), ces deux notions peuvent être dissociées.

Ce chapitre aurait bien entendu vocation à regrouper les articles relatifs aux chambres de compensation. Mais, afin de ne pas provoquer de modifications de structures autres que celles qui ne pourraient être effectués lors de la codification, votre commission ne vous proposera pas de déplacements d'articles.

Décision de la commission : votre commission vous demande d'introduire un article additionnel consacrant dans la loi le concept d'entreprises de marché.

Section 1

Dispositions générales aux marchés réglementés

Article 21

Reconnaissance et retrait de la qualité de marchés réglementés

Commentaire : le présent article propose de donner compétence au ministre de l'économie et des finances, sur proposition du CMF et après avis de la Banque de France et de la COB, pour reconnaître à des marchés d'instruments financiers, la qualité de "marchés réglementés".

I. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

Le présent article attribue compétence au ministre chargé de l'économie et des finances pour prendre les décisions de reconnaissance ou de déclassement d'un marché comme "marché réglementé". Toutefois, d'une part, l'initiative de la décision appartient au CMF et, d'autre part, la COB et la Banque de France doivent donner leur avis.

La déclaration de marché réglementé est effectuée par un arrêté du ministre de l'économie, auquel sont annexées les règles du marché.

L'article 68 de la proposition de loi adoptée par votre commission, prévoyait de donner cette compétence au Conseil supérieur de l'épargne et de l'investissement.

Il convient de noter d'emblée que l'article 61 II prévoit que :

"les marchés de valeurs mobilières et les marchés à terme sur effets publics et autres, sur des valeurs mobilières, denrées ou marchandises ainsi que tous marchés sur taux d'intérêt, sur indices ou sur devises fondés sur la loi du 28 mars 1885 et la loi du 22 janvier 1988 et fonctionnant régulièrement à la date de promulgation de la présente loi sont reconnus jusqu'au 1^{er} janvier 1997 au plus tard, comme des marchés réglementés".

Par ailleurs, on rappelle que, pour être déclaré réglementé au sens de la DSI (article premier, paragraphe 13.) un marché financier doit satisfaire à l'ensemble des conditions suivantes :

(a) porter sur des instruments financiers visés à la section B de l'annexe (unique) de la directive

Il s'agit potentiellement de tous les marchés financiers, à l'exception toutefois du marché au comptant des devises, du marché à terme sur marchandises, du marché de l'or et des placements portant sur biens réels (diamants, containers...).

(b) être déclaré réglementé par l'Etat d'origine

La déclaration de marché réglementé incombe à l'Etat d'origine, c'est à dire celui où est situé le siège statutaire de l'organisme qui assure les négociations ou, si conformément à son droit national il n'en a pas, l'Etat membre où est située l'administration centrale de cet organisme (article premier, paragraphe 6. point c. de la DSI).

Elle fait l'objet d'une liste qui doit être communiquée pour information aux autres Etats membres et à la Commission qui la publie au Journal des Communautés européennes.

(c) fonctionner régulièrement

(d) faire l'objet d'une réglementation minimale définie par les autorités publiques

Le paragraphe 13 de l'article premier fait référence à un marché dont les dispositions sont "établies ou approuvées par les autorités compétentes". Le terme "d'autorités compétentes" doit être entendu (paragraphe 14 article premier et article 22 de la directive) comme celles désignées par les Etats membres. Il peut s'agir soit d'autorités publiques, soit d'organismes reconnus par le droit national ou par des autorités publiques expressément habilitées à cette fin par la loi nationale.

Ces dispositions doivent au moins définir les conditions de fonctionnement du marché et les conditions de négociation.

(e) **garantir des conditions minimales d'information et de transparence**

Ces conditions sont celles prescrites en application des articles 20 et 21 de la directive. Établies sur la base d'un compromis entre les pays dont les marchés sont déjà très réglementés (France) et ceux qui ont une forte culture du gré à gré (Royaume-Uni), ces normes établissent une base minimale d'harmonisation, inférieure, en général, au niveau requis pour les marchés français.

Il faut en retenir que les marchés réglementés sont ceux qui sont déclarés comme tels par les autorités compétentes de chaque pays¹ et qui ont fait l'objet d'une réglementation approuvée soit par une autorité publique, soit par une autorité désignée par la loi.

II. POSITION DE LA COMMISSION

Cet article peut être accepté dans son principe. Toutefois, deux remarques s'imposent.

En premier lieu, il convient de souligner que la qualité de marché réglementé résulte bien sûr de la réglementation des opérations, mais aussi et surtout d'un acte réglementaire d'une autorité publique, en l'occurrence le ministre. Or, cet acte réglementaire n'emporte pas "création" ou "suppression" du marché, mais seulement "reconnaissance" ou "retrait" de la qualité de marché réglementé. Il est entendu par ailleurs que cette qualité entraîne l'application de certaines règles comme, notamment, l'obligation de concentration des opérations définies à l'article 24.

On notera également que, pour former sa décision quant à la nécessité de déclarer tel ou tel marché comme réglementé, le **ministre de l'économie dispose d'un pouvoir discrétionnaire**. Par ailleurs, dans l'hypothèse où il jugerait, à la lueur du fonctionnement de ce marché, l'application de ces règles insatisfaisantes, il serait toujours libre de retirer la reconnaissance.

Dès lors, le terme de "suppression" apparaît inadéquat et il conviendrait de lui préférer celui de "retrait".

Dans le même ordre d'idées, préciser que la décision du ministre est prise "au vu des règles de ce marché", apparaît comme un truisme. On peut espérer en effet que la décision de déclarer ou non un marché comme

¹ C.F. Rapport Sénat n° 578 précité p. 117 et suivantes.

réglementé se sera pas prise au vu de la seule bonne foi des impétrants. Ces termes sont donc superfétatoires. On rappelle par ailleurs, que les règles des marchés doivent respecter les principes définis dans le règlement général du CMF (article 17 7°), ce qui suppose, peut-on penser, qu'avant d'établir leurs règles, les promoteurs d'un nouveau marché prennent un minimum de contacts avec l'autorité réglementaire compétente, en l'occurrence le CMF. Ceci semble d'autant plus vrai que la reconnaissance ne peut intervenir que si le CMF la propose.

En second lieu, le fait de prévoir la publication des règles du marché en annexe de la décision de l'arrêté du ministre de l'économie apparaît comme un formalisme excessif source de difficultés.

En effet, on notera que le principe du parallélisme des formes a conduit les rédacteurs du texte à prévoir, à l'article 22, l'intervention d'un décret en Conseil d'Etat pour fixer les conditions dans lesquelles ces règles pourraient être modifiées "*sur proposition du Conseil des marchés financiers et après avis de la Commission des opérations de bourse et de la Banque de France*".

Ainsi, chaque fois qu'une modification des règles du marché, même mineure, comme par exemple l'heure d'enregistrement des opérations, ou la détermination de la "*fourchette moyenne pondérée*" s'avérerait nécessaire, il faudrait un arrêté du ministre, pris sur proposition du CMF après avis de la COB et de la Banque de France pour les rendre effectives.

Ce dispositif n'est pas satisfaisant et se traduirait inévitablement, s'il était adopté en l'état, par des délais importants, préjudiciables à la bonne organisation des marchés financiers.

Au demeurant, on notera qu'un tel formalisme n'existe pas aujourd'hui. Ce serait donc faire preuve d'emblée à l'égard du CMF, d'une défiance supérieure à celle du CMT ou du CBV. Il s'inscrit, ce faisant, à contre courant de l'optique libérale qui est celle de la directive et en contradiction avec les objectifs d'adaptation rapide des marchés qui, dans un contexte de concurrence de plus en plus exacerbée ont motivé la création de simples sociétés commerciales en charge des marchés réglementés.

C'est pourquoi, il serait préférable de faire confiance au collège du CMF et de s'en remettre à son professionnalisme pour apprécier le caractère satisfaisant ou non des règles de fonctionnement d'un marché.

Décision de la commission : votre commission vous demande d'adopter cet article sous réserve des modifications présentées.

Article 22

Conditions de fonctionnement des marchés réglementés et règles d'admission des instruments financiers

Commentaire : le présent article a pour objet de fixer, d'une part, les règles que doivent respecter les marchés reconnus réglementés et, d'autre part, les conditions d'admission que doivent remplir les instruments financiers pour être admis à la négociation sur un marché réglementé.

I. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

Le **paragraphe I** de cet article subordonne la reconnaissance de marché réglementé à deux conditions.

Il faut, d'une part, que le marché garantisse un fonctionnement régulier des négociations et, d'autre part, qu'il fasse l'objet d'une réglementation. Cette réglementation doit être établie par une entreprise de marché. Elle doit fixer les règles concernant les conditions d'accès au marché et l'admission à la cotation, les dispositions d'organisation des transactions, les conditions de suspension des négociations d'un ou plusieurs instruments financiers, les règles relatives à l'enregistrement et à la publicité des négociations.

Il convient de rappeler que la qualité de marché réglementé nécessite le respect de toute une série de règles posées par la directive et qui avaient été reprises dans l'article 70 de la proposition de loi. Le projet de loi étant silencieux sur ce point, on peut en déduire qu'il incombera au règlement général du CMF de reprendre ces dispositions et d'opérer, sur ce point au moins, transposition de la directive.

L'article 69 de la proposition de loi prévoyait que la réglementation du marché soit établie par le CMF lui-même ou par une entreprise de marché expressément habilitée par lui dans le cas d'un marché d'instruments financiers, **ou par le Comité de la réglementation bancaire dans le cas d'un marché d'instruments monétaires**. Cette disposition visait à préserver les pouvoirs de réglementation de la Banque de France sur le marché monétaire, notamment celui des titres de créances négociables, dans l'éventualité où un jour ce marché pourrait être déclaré marché réglementé.

En réalité, il apparaît que ces dispositions ne sont pas nécessaires, dans la mesure où elles seraient redondantes avec l'article 7 de la loi du 4 août 1993 qui prévoit que :

"Dans l'exercice de ses attributions, le Conseil (de la politique monétaire) définit les opérations auxquelles procède la Banque, et notamment les modalités d'achat ou de vente, de prêt ou d'emprunt, d'escompte, de prise en gage, de prise ou de mise en pension de créances et d'émission de bons portant intérêt. Il détermine la nature et l'étendue des garanties dont sont assortis les prêts consentis par la Banque dans le cadre de la conduite de la politique monétaire.

"Il définit également les obligations que la politique monétaire peut conduire à imposer aux établissements de crédit et notamment l'assiette et les taux des réserves obligatoires qui, le cas échéant, s'appliquent dans le cadre comptable de la réglementation bancaire."

Par ailleurs, le décret n° 92-137 du 13 février 1992 relatif aux titres de créances négociables, dont la base légale n'est pas affectée par le présent projet, précise, en son article 2, que :

"La Banque de France veille au respect par les émetteurs de titres de créances négociables des conditions d'émission prévues par la loi du 26 juillet 1991 susvisée. Elle peut suspendre ou interdire d'émission un émetteur qui manque au respect de ces dispositions.

"Pour l'exercice de cette mission, elle est informée de l'entrée des nouveaux émetteurs sur ce marché dans les conditions prévues au présent décret et elle reçoit communication immédiate par les émetteurs des dossiers de présentation financière et de leurs mises à jour prévus par les articles 8 et 13 du présent décret".

Surtout, le marché des titres de créances négociables ayant vocation à demeurer un marché de gré à gré, au sens de la DSI, il ne serait pas logique que les opérations, en elles-mêmes, fassent l'objet d'une réglementation spécifique établie par une autorité publique. Faute de quoi, ce marché aurait vocation à être reconnu réglementé.

Le paragraphe II de cet article prévoit que l'admission et la radiation d'instruments financiers sur un marché réglementé sont décidées par les entreprises de marché avec l'accord exprès de l'émetteur. La COB dispose d'un droit d'opposition à l'admission. Elle peut également requérir, à titre exceptionnel, la suspension de la négociation d'un instrument financier.

La proposition de loi prévoyait également en ses articles 71 et 72 que les entreprises de marché décident de l'admission et de la radiation des valeurs mobilières .

Toutefois, elle attribuait au Président du CMF et non à la COB la possibilité de suspendre la cotation d'un instrument financier.

La proposition de loi prévoyait également la possibilité pour les entreprises de marché qui requièrent une présence physique, d'expulser les personnes qui troublent par leur comportement le fonctionnement régulier du marché.

Cette disposition a été reprise dans **le paragraphe III** de l'article.

II. POSITION DE LA COMMISSION

Cet article peut être accepté dans son principe. Néanmoins trois observations s'imposent.

En premier lieu et par coordination avec les modifications que votre commission vous demande à l'article 21 **il serait souhaitable de confier au CMF le soin d'apprécier si les modifications réglementaires qui lui sont proposées peuvent être approuvées sans plus de formalisme ou bien s'il convient de déclencher la même procédure prévue pour la reconnaissance.**

A cet égard, il convient de rappeler la présence de commissaires du gouvernement au sein du CMF. Ceux-ci pourront toujours attirer l'attention du Conseil sur la compatibilité des modifications proposées avec la déclaration de marché réglementé visée à l'article 21. Si leurs voix n'étaient pas légitimement entendues, le ministre aurait toujours la possibilité de retirer la qualité de marché réglementé au marché en question.

En second lieu, le 1° du paragraphe II subordonne **l'admission d'un instrument financier à l'accord exprès de l'émetteur de cet instrument ou de l'émetteur du titre sous-jacent.** Si cette disposition se comprend dans le cas des actions ou parts des sociétés, elle peut, en revanche, mettre en difficulté les marchés à terme.

En effet, certains contrats à terme possèdent des sous-jacents dont il est difficile de déterminer l'émetteur (contrats de taux courts comme le PIBOR) ou complexe de requérir l'autorisation (contrats à terme sur titres de dette publiques étrangères).

Enfin, il serait souhaitable de rétablir le pouvoir de suspension dont dispose le président du CBV (désormais CMF) dans le cadre de ses attributions.

Décision de la commission : votre commission vous demande d'adopter cet article sous réserve, le cas échéant, d'une modification de coordination avec l'article 21.

Article 23

Obligation d'intermédiation et monopole de négociation

Commentaire : cet article établit, d'une part, une obligation d'intermédiation, pour tous les instruments admis aux négociations sur un marché réglementé, au profit des prestataires de services d'investissement et, d'autre part, un monopole de la négociation, sur un marché réglementé, au profit des prestataires de services d'investissement.

I. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

Il est nécessaire d'appréhender conjointement les paragraphes I et II du présent article afin d'avoir une vue d'ensemble du dispositif proposé. Ces dispositions posent, respectivement, les principes de :

1) l'obligation d'intermédiation :

Cela signifie que toutes les négociations doivent être effectuées par un intermédiaire habilité (en l'occurrence les prestataires de services d'investissement). Encore faut-il préciser que :

- * ce principe ne vaut que pour les instruments admis aux négociations sur un marché réglementé ;
- * il souffre plusieurs exceptions ;
- * il est sanctionné par la nullité.

2) le monopole de la négociation sur un marché réglementé :

Cela signifie que seuls les prestataires de services d'investissement peuvent négocier sur un marché réglementé

- * ce principe souffre une série d'exceptions destinées à prendre en compte les personnes qui, actuellement sont habilitées à négocier sur un marché réglementé, et qui n'auront pas de possibilité d'accès à la qualité de prestataires de services d'investissement ;
- * il doit être analysé à la lumière du paragraphe I de l'article 4 qui pose le principe du monopole de la prestation de services d'investissement (et donc de la négociation) au profit des prestataires de services d'investissement.

A. L'OBLIGATION D'INTERMÉDIATION

L'obligation d'intermédiation pour les instruments admis à la négociation sur un marché réglementé est une condition nécessaire pour assurer la transparence du marché. Cette transparence repose sur la connaissance du moment, du volume et du prix de chaque transaction. En effet, s'il n'est pas nécessaire que la place de Paris soit informée, par exemple, de la négociation des parts de la SARL du café de la rue de Tournon, en revanche, pour que les prix se forment de façon correcte, il est absolument nécessaire que cette même place soit informée des négociations sur le titre Alcatel. Or, la seule façon d'informer le marché de ces négociations c'est de les faire transiter par des intermédiaires dans la mesure où ceux-ci sont soumis à des obligations de *reporting* très strictes.

Le **paragraphe I** de cet article rétablit au profit des entreprises d'investissement et des établissements de crédit le monopole dont disposaient jusqu'à présent les sociétés de bourse en vertu de l'article premier de la loi boursière pour réaliser des opérations sur instruments financiers.

Il adapte ce principe au nouveau concept de marché réglementé. En effet, le dernier alinéa de l'article premier de la loi boursière disposait en effet que :

« les sociétés de bourse sont seules chargées des cessions directes ou indirectes de valeurs mobilières »

Or, ce principe devait en réalité être compris comme ne s'appliquant qu'aux seules bourses de valeurs, puisque le premier alinéa de ce même article prévoyait que : "*les sociétés de bourse sont seules chargées de la négociation des valeurs mobilières admises aux négociations par le Conseil des bourses de valeur*".

Dans ces conditions, remplacer le terme de "*valeurs mobilières*" par celui d'"*instruments financiers*" aurait conduit à étendre l'obligation d'intermédiation à l'ensemble des négociations sur tous instruments financiers, ce qui lui aurait donné un champ d'application beaucoup trop large et certainement pas souhaitable.

Il convient également d'observer que ce principe n'est pas sanctionné pénalement mais par la nullité civile de la transaction.

Pour tenir compte des délais d'adoption de la présente loi, cette obligation ne pèse que sur les négociations et les cessions réalisées sur le territoire français et les départements d'outre-mer, à l'exclusion donc des TOM.

Les deuxième à huitième alinéa de cet article reprennent les exceptions actuellement prévues par l'article premier de la loi boursière. Il convient d'emblée de remarquer que ces exceptions ne portent que sur des "cessions" à l'exclusion donc des "négociations". En d'autres termes, cela revient à ne viser que les opérations de gré à gré c'est à dire celles dans lesquelles le vendeur et l'acheteur sont identifiés à l'exclusion des opérations de marché dans lesquelles soit l'acheteur soit le vendeur ne sont pas identifiés.

Ainsi, ne sont pas soumises à l'obligation d'intermédiation, même lorsqu'elles portent sur un instrument financier admis à la négociation sur un marché réglementé, les cessions :

a) de valeurs mobilières effectuées entre deux personnes physiques ;

On pourrait s'interroger sur l'utilité de maintenir le concept de valeurs mobilières et de ne pas lui substituer celui d'instruments financiers.

A cet égard, il convient d'observer que, viser les OPCVM ne serait d'aucune utilité dans la mesure où il n'est pas envisagé, dans l'immédiat au moins, qu'ils soient négociés (par des personnes physiques) sur un marché susceptible d'être déclaré réglementé. A dire vrai, un tel marché n'existe pas (ce serait un marché "tertiaire") et donc soumettre les négociations portant sur des parts ou actions d'organismes de placement collectif à l'obligation d'intermédiation serait dépourvu de portée pratique.

S'agissant des instruments financiers à terme, l'omission semble en revanche délibérée. En effet, on peut supposer, par exemple, une option négociable admise aux négociations sur le MONEP (marché des options de Paris), dont le caractère de marché réglementé sera vraisemblablement confirmé par l'autorité publique, être négociée entre deux personnes physiques. Faut-il que ces transactions échappent à l'obligation d'intermédiation ? Cela ne paraît pas souhaitable, dans la mesure où cela altérerait les règles de transparence du marché.

b) effectuées entre deux sociétés lorsque l'une d'elles possède, directement ou indirectement, au moins 20 % du capital de l'autre ;

Cette obligation a été reprise de la loi boursière, à ceci près que les termes « directement ou indirectement » ont été insérés dans la nouvelle rédaction.

Il s'agit en réalité d'une reprise des dispositions de la loi de 1966 introduites en 1989.

c) effectuées entre une personne morale autre qu'une société et une société lorsque la personne morale possède directement ou indirectement au moins 20 % du capital de la société ;

Cette obligation a été reprise purement et simplement de la loi boursière

d) effectuées entre deux sociétés contrôlées, par la même personne, au sens de l'article 355-1 de la loi sur les sociétés ;

Il s'agit d'une dérogation nouvelle destinée à couvrir le cas des seules sociétés soeurs.

e) effectuées entre sociétés d'assurances appartenant au même groupe ;

Il s'agit d'un élargissement par rapport au droit actuel : jusqu'ici, les transactions entre sociétés dont l'une détenait directement 20 % du capital de l'autre échappaient au monopole des sociétés de bourse. Il en résultait que pour réaliser des transactions intra-groupes entre petites-filles et mères, il fallait suivre tous les maillons de la chaîne, avec éventuellement une imposition sur tout ou partie des maillons intermédiaires. L'admission de ces transactions en cas de détention indirecte permet de faire l'économie des étapes intermédiaires.

f) effectuées entre personnes morales et organismes de retraite ou de prévoyance dont elles assurent la gestion.

Cette obligation a été reprise purement et simplement de la loi boursière.

Par ailleurs, une lecture "en creux" de ce paragraphe conduit à faire les observations suivantes :

1) Peut on déduire des conditions posées pour l'application de l'obligation d'intermédiation, que la négociation d'instruments non admis à la négociation sur un marché réglementé, est totalement libre, c'est à dire qu'elle ne suppose pas la qualité de prestataire de services d'investissement ?

La réponse est en demi-teinte :

en principe non : puisque la négociation est soumise par ailleurs à monopole au profit des prestataires de services d'investissement ;

toutefois, elle est possible lorsque elle est exercée à titre non habituel ou à titre accessoire (par *a contrario* de la définition des entreprises d'investissement) ou pour compte propre (par *a contrario* du monopole de la prestation de services d'investissement).

2) Le fait de ne pas établir l'obligation de concentration au profit des seuls prestataires d'investissement habilités à effectuer de la négociation pour compte de tiers apparaît extrêmement habile.

En effet, en ne visant pas ces seuls intermédiaires, ne seront pas frappés de nullité les négociations effectuées, pour le compte d'un tiers de bonne foi, par un intermédiaire non habilité. En d'autres termes, s'il n'est pas acceptable qu'un investisseur puisse se prétendre de bonne foi en ayant confié la négociation de son portefeuille de valeurs mobilières à son dentiste plutôt qu'à son entreprise d'investissement, en revanche, on ne peut lui imposer de savoir si cette entreprise d'investissement était effectivement habilitée ou non à effectuer de la négociation de valeurs mobilières et accepter de ne pas le sanctionner par la nullité.

3) Le fait de ne viser que les instruments admis à la négociation sur un marché réglementé exclut du champ d'application de l'obligation d'intermédiation, les titres de créance négociable et les titres émis par l'Etat (dont les BTAN et les BTF).

4) La nullité apparaît de prime abord comme une sanction beaucoup plus souple qu'une sanction pénale. Toutefois, elle devrait s'avérer en réalité beaucoup plus dissuasive qu'une simple amende voire une peine de prison avec sursis.

5) Les exceptions concernant l'obligation d'intermédiation emportent également, par hypothèse, exception à l'obligation de concentration, puisque celle-ci ne s'applique qu'aux transactions intermédiaires (quatrième alinéa de l'article 24).

6) Il convient d'observer l'omission volontaire des opérations complexes ("cessions qui, incluses dans une convention autre qu'une vente pure et simple, en constituent un élément nécessaire") dans la liste des cessions n'étant pas soumises à l'obligation d'intermédiation.

Par ailleurs, il convient de noter que les opérations complexes figurent de plein droit au rang des négociations susceptibles d'échapper à l'obligation de concentration.

La combinaison des deux dispositions aboutit à exonérer les opérations complexes de l'obligation de concentration mais à les soumettre à l'obligation d'intermédiation. Ce dispositif repose sur l'idée que les opérations complexes, parce que non fongibles, doivent être sorties des marchés réglementés. Pour autant, il est important que le marché soit informé, plus du reste en termes de volumes qu'en termes de prix, de l'existence de ces opérations. Or le moyen le plus sûr d'acheminer ces informations vers les marchés est de les soumettre à l'obligation d'intermédiation.

B. LE MONOPOLE DE LA NÉGOCIATION SUR UN MARCHÉ RÉGLEMENTÉ

Le **paragraphe II** de cet article énonce la liste des personnes susceptibles de devenir membres d'un marchés réglementé.

Être **membre d'un marché réglementé** signifie pouvoir exercer des activités de négociation pour **compte propre** ou de **négociation pour compte de tiers** (réception, transmission et exécution d'ordres).

Il est en outre rappelé, que les membres d'un marché réglementé peuvent être habilités à participer à la compensation sur ce marché, s'il adhèrent à sa chambre de compensation. Cette adhésion suppose le respect d'exigences capitalistiques importantes. Ces compensateurs qui sont en fait des teneurs de livre, délèguent la négociation de leurs opérations à des négociateurs individuels.

Ceci étant rappelé, le projet de texte précise que "**peuvent être membres**" :

a) les **entreprises d'investissement** ;

b) les **établissements de crédit qui fournissent des services d'investissement** ;

c) les **personnes morales** dont les membres ou associés sont des entreprises d'investissement ou des établissements de crédit, à la condition qu'ils soient indéfiniment et solidairement responsables des dettes et engagements de ces personnes morales ;

Cette disposition a pour objet de donner un cadre légal à l'intervention des groupements d'intérêt économique (GIE) sur le MATIF qui ne constitue pour l'heure qu'une simple tolérance.

Le GIE ayant une personnalité juridique distincte de celle des personnes qui le compose, l'objet de cette disposition est d'éviter d'exiger de ces groupements de membres d'un marché de solliciter l'agrément d'entreprise d'investissement pour exercer sur ledit marché.

Cette solution qui constitue à l'heure actuelle une simple tolérance, peut être admise dans la mesure où elle introduit une certaine souplesse dans le fonctionnement des marchés réglementés. Encore faut-il préciser que la vraie condition n'est pas tant d'être "indéfiniment et solidairement responsable" de ses dettes et engagements (ce qui est la définition du GIE ou de la Société en nom collectif), mais que l'ensemble (et non pas éventuellement, un ou deux membres seulement) des personnes composant la personne morale soient habilités à négocier.

d) les **personnes actuellement habilitées à négocier** sur un marché de valeurs mobilières ou sur un marché à terme reconnu comme réglementé par la présente loi (article 61 II) ;

Cette hypothèse vise à permettre aux personnes déjà habilitées à la négociation, comme par exemple les commissionnaires et les courtiers de la bourse de commerce de Paris (articles 8 et 8-1 de la loi du 28 mars 1885 sur les marchés à terme), à poursuivre leurs activités nonobstant les dispositions de la présente loi.

On observera que les négociateurs individuels de parquet (NIP) sur le MATIF entrent également dans cette catégorie.

e) les **personnes habilitées par le CMF** qui remplissent les conditions de compétence, d'honorabilité et de solvabilité déterminées par son règlement général.

Cette catégorie a pour objet de ne pas figer les statuts évoqués au d) et à permettre à de nouveaux entrants d'accéder aux marchés réglementés.

Enfin, il convient de considérer qu'il n'est pas nécessaire de prévoir que ces personnes ne bénéficient pas des dispositions du titre IV du présent projet (passeport européen), dans la mesure où seuls les prestataires de services d'investissement sont susceptibles d'en bénéficier.

Ces précisions étant données, l'existence même de ce paragraphe doit être considérée avec attention.

Il convient en effet de rappeler que l'article 4 du présent projet (ou article 10 septies si les propositions de votre commission sont retenues) impose l'**obligation d'agrément** pour fournir des services d'investissement, "à titre de profession habituelle à des tiers". La négociation "**pour compte propre**" visée au c) de l'article 2 **échappe donc**, par construction, à l'**obligation d'agrément**.

Il faut également rappeler que **les personnes physiques ne peuvent être agréées pour exercer des services d'investissement.**

Tout ceci étant rappelé, le fait de préciser dans la loi que peuvent être membre d'un marché réglementé :

1° les prestataires de services d'investissement (a et b) ;

2° les personnes morales dont tous les membres sont des prestataires de services d'investissement (c) ;

3° certaines personnes physiques ou morales, n'ayant pas la qualité de personnes visées aux 1° et 2°, habilitées par le CMF, ou déjà habilitées à le faire (par le CBV ou le CMT) (d et e) ;

conduit à faire les **observations suivantes** :

1) L'absence d'exclusive résultant du texte proposé ("Peuvent être membres") conduit à s'interroger sur le fait de savoir si les personnes désignées sont bien les "seules" à pouvoir être membre d'un marché réglementé. *A priori*, la réponse est oui, sinon il n'y aurait pas lieu de le prévoir dans la loi. C'est donc que l'on veut limiter l'exercice de la négociation à une catégorie particulière de prestataires de services d'investissement. Précisément :

2) Pour les personnes physiques deux hypothèses doivent être distinguées :

- soit il s'agit de les autoriser à **faire uniquement de la négociation pour compte propre**. Mais une telle précision n'est pas nécessaire, puisque ces personnes, bien que ne pouvant pas acquérir, en tant que personnes physiques, la qualité de prestataires de services d'investissement, échappent néanmoins pour cette activité, à l'obligation d'agrément ; la **précision** semble donc *a priori* inutile ;

- soit il s'agit de les autoriser à **fournir d'autres services que la négociation pour compte propre** (négociation pour compte de tiers, transmission d'ordres) et auquel cas, ce paragraphe doit être interprété comme une **dérogation à l'obligation d'agrément**.

3) pour les prestataires de services d'investissement, le fait de dire qu'il puissent être membres d'un marché réglementé, en supposant que ne soient visés que les seuls prestataires "**dûment agréés**", (*ie* pour faire de la négociation pour compte de tiers ou de la transmission d'ordres) **débouche forcément sur une tautologie** : être membre, c'est pouvoir négocier ; pouvoir négocier, c'est être agréé ; être agréé, c'est être prestataire de service d'investissement. CQFD.

En réalité il faut lire ce paragraphe de la façon suivante :

- **pour pouvoir être membre, la qualité de prestataire de services d'investissement ne suffit pas : encore faut-il être "dûment agréé" pour faire de la négociation pour compte de tiers ou de la transmission d'ordres.**

- **en plus des seuls prestataires, certaines personnes physiques ou morales peuvent être membres d'un marché réglementé, mais à la condition d'être expressément habilitées par le CMF ou par la loi. Cette habilitation**

s'analyse pour les personnes physiques comme étant une limitation au principe de la liberté de négociation pour compte propre (qu'ils pourraient faire de toute façon s'ils n'étaient pas sur un marché réglementé) et une dérogation à l'obligation d'agrément, s'agissant de la négociation pour compte de tiers et la transmission d'ordres.

4) On notera au passage que l'habilitation donnée par le CMF s'analyse comme une dérogation au principe selon lequel c'est le CEC qui délivre l'agrément pour les métiers du titre.

Cette habilitation se fait au vu de conditions de compétence, d'honorabilité et de solvabilité, s'agissant des marchés réglementés en général.

Elle se fait de surcroît au vu de conditions d'exigences de "capitaux propres ou de garanties" s'agissant du cas particulier des marchés réglementés à terme. C'est tout l'objet du paragraphe I de l'article 27. La fusion de ces deux paragraphes doit donc être envisagée.

5) On peut reprocher à ce paragraphe de ne pas suffisamment distinguer la capacité juridique d'être membre d'un marché réglementé, de l'exercice effectif de cette capacité.

En effet, il faut, pour devenir membre d'un marché réglementé être, en premier lieu, autorisé par la loi.

Cette autorisation peut être donnée par la loi elle-même : c'est le cas, d'une part, pour les prestataires de services d'investissement et, d'autre part, les groupements d'intérêt économique et les sociétés en nom collectif (habilitation législative).

Elle peut être déléguée par la loi à une autorité professionnelle : c'est le cas pour certaines personnes physiques ou morales (habilitation réglementaire).

Il faut en second lieu, être accepté par l'entreprise de marché sur le marché organisé par celle-ci : c'est l'accession au *membership*. Il dépend de la seule volonté des parties (relation de nature contractuelle).

De ce point de vue, il convient de rappeler :

- D'une part, que la directive impose aux Etats membres (deuxième alinéa du point 1 de l'article 15) l'abolition de toutes règles ou lois limitant le nombre des personnes admises sur un marché réglementé (monopole de négociation) ;

- D'autre part qu'elle interdit (même disposition) aux entreprises de marché d'établir des *numerus clausus*. Elle impose même un traitement non discriminatoire dans l'accession au *membership* (article 15 point 2 troisième alinéa).

6) Enfin, on notera que toutes ces complications auraient pu être en partie évitées si le Gouvernement avait reconnu aux personnes physiques la possibilité d'accéder au statut d'entreprise d'investissement (ce que faisait la proposition de loi).

II. POSITION DE LA COMMISSION

S'agissant tout d'abord de l'obligation d'intermédiation, votre commission vous demande d'accepter le principe posé par ce paragraphe. Toutefois, outre quelques modifications de forme, elle vous proposera d'étendre l'obligation d'intermédiation aux titres de créance négociables ainsi qu'aux titres d'Etat, (tous ces instruments ne sont pas négociés sur des marchés réglementés : marché monétaire), ceci afin de permettre le *reporting* des opérations sur ces marchés, particulièrement sensibles.

S'agissant en revanche du monopole de négociation, votre commission vous demandera, d'une part, de scinder dans un article distinct ces dispositions des précédentes et, d'autre part, de réécrire l'article de façon à rendre sa lecture plus aisée.

A cette occasion, elle vous proposera également de définir la compétence des entreprises de marché pour accéder à un marché réglementé et pour acquérir ou maintenir la qualité de membre d'un marché réglementé.

Enfin, elle vous proposera de poser le principe de l'interdiction d'établir des *numerus clausus* dans les règles d'admission des entreprises de marché et de donner compétence au CMF pour apprécier cette règle.

Décision de la commission : votre commission vous demande de modifier légèrement la forme du paragraphe I et de supprimer le paragraphe II de cet article.

Article additionnel après l'article 23

Exceptions au monopole de négociation pour les membres d'un marché réglementé

Commentaire : cet article reprend, en le complétant, les conditions à remplir pour être membre d'un marché réglementé (paragraphe II de l'article 23) et fusionne ces dispositions avec celles du paragraphe I de l'article 27 (conditions pour être membre d'un marché réglementé à terme).

Se reporter au commentaire du paragraphe II de l'article 23 et au commentaire du paragraphe I de l'article 27.

On notera toutefois, que votre commission vous demande d'abolir la distinction entre la qualité de membre d'un marché réglementé, en général, et d'un marché réglementé à terme ; distinction héritées des lois anciennes et qui ne se justifie plus forcément.

Votre commission vous propose en effet de déléguer au CMF la compétence de préciser dans son règlement général, les cas dans lesquels il estime nécessaire pour délivrer l'habilitation à des personnes physiques de devenir membre d'un marché, d'exiger de satisfaire, en plus des conditions de compétence, d'honorabilité et de solvabilité, des conditions capitalistiques.

Par ailleurs, votre commission vous propose de reprendre ici les dispositions figurant au paragraphe II de l'article 30 (voir commentaire sous cet article).

Décision de la commission : votre commission vous demande d'adopter le présent article additionnel.

Article 24

Obligation de concentration des transactions sur instruments financiers négociés sur un marché réglementé

Commentaire : le présent article établit la règle dite de concentration des négociations sur les marchés réglementés.

I. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

Les cinq premiers alinéas de cet article posent le principe de l'obligation de concentration, posée par l'article 14 point 3 de la DSI.

Ce principe signifie que tous les instruments financiers, admis à la négociation sur un marché réglementé, doivent être nécessairement négociés sur un marché réglementé.

Il convient de noter que l'obligation de concentration est une option et ne s'impose pas aux législateurs nationaux.

Compte tenu de la nature des marchés réglementés français (ce sont quasiment tous des marchés réglementés, disposant de technologies avancées et sur lesquels règne la transparence) c'est à bon escient que cette décision a été prise.

Il convient toutefois de préciser que la directive impose que lorsque les Etats membres font application de l'obligation de concentration, ils doivent nécessairement prévoir une exception à cette obligation pour les investisseurs résidant dans leur propre pays.

La directive prévoit en effet [article 14 point 4) que :

"lorsqu'un Etat membre (exige que les transactions exercées par un prestataire de services, que celui-ci soit agréé dans l'Etat membre d'origine ou dans un autre Etat membre de l'Union), il accorde aux investisseurs résidant habituellement ou établis dans cet Etat membre, le droit de déroger à l'obligation (de concentration) et de faire effectuer hors d'un marché réglementé ces transactions.

C'est l'objet du dernier alinéa.

Le principe d'une telle autorisation ne semble pas avoir été retenue par le projet de loi.

Trois remarques préalables doivent être faites, concernant l'obligation de concentration.

En premier lieu, il n'est pas très satisfaisant, intellectuellement, de poser un principe si c'est pour l'assortir, immédiatement, d'une exception le vidant de tout contenu. Mais il est vrai que cette "exception obligatoire" résulte du texte même de la directive.

Celle-ci reflète sur ce point un compromis entre les pays continentaux de l'Union Européenne qui disposent, généralement, de marchés réglementés dirigés par les ordres, et pour le développement desquels il serait souhaitable de poser le principe de la concentration dans sa plénitude et, d'autre part, le Royaume Uni qui dispose d'un avantage en matière de marchés de gré à gré de professionnels (SEAQ international) et qui de ce fait a souhaité privilégier ces derniers.

En second lieu, l'on retrouve dans l'exception à la règle de concentration, l'idée que les marchés réglementés, compte tenu de leur transparence, sont accessibles à tous les investisseurs, alors que les marchés de gré à gré doivent être réservés aux professionnels.

Enfin, l'obligation de concentration ne se confond pas avec l'obligation d'intermédiation ni même avec la combinaison de cette dernière et les conditions posées pour être membre d'un marché réglementé.

En effet, l'obligation de concentration est instituée au profit des marchés, alors que les deux autres règles sont instituées au profit des intermédiaires.

1. obligation d'intermédiation :

toutes les négociations d'un instrument admis à la cote d'un marché réglementé doivent être effectuées par un prestataire de services d'investissement.

2. les conditions pour être membre d'un marché réglementé :

le principe est que seuls les prestataires ont le droit de négocier sur un marché réglementé.

Or, il ne résulte pas de la combinaison des règles 1. et 2. que les PSI ne peuvent négocier que sur un marché réglementé. Ils peuvent en effet négocier également sur des marchés de gré à gré, même lorsque leurs transactions porte sur des instruments admis à la cote d'un marché réglementé.

Il était donc nécessaire de poser cette règle et son exception de façon distincte. C'est l'objet du présent article.

Trois autres remarques doivent être faites concernant le texte même de l'article.

En premier lieu, le présent article prévoit une sanction très forte en cas de non respect de l'obligation de concentration : la nullité ("ne sont pas régulières").

En second lieu, le dispositif proposé par le Gouvernement, utilise en grande partie les limitations, prévues par la directive, pour donner accès aux marchés de gré à gré à certaines catégories d'investisseurs.

En effet, le projet de loi prévoit que la transaction peut être effectuée sur un marché non réglementé si la demande émane d'un investisseur résidant habituellement ou établi en France et si :

"la transaction remplit les conditions définies par le règlement général du conseil des marchés financiers concernant son volume, le statut de l'investisseur et l'information du marché réglementé."

L'idée est ici, d'une part, de réserver l'accès de la dérogation à la concentration (c'est à dire aux marchés de gré à gré) aux investisseurs professionnels (les grandes entreprises) - c'est la limitation en volume et la prise en compte du statut de l'investisseur - et, d'autre part, l'information des marchés réglementés.

La directive prévoit en effet que :

"Les Etats membres peuvent subordonner l'exercice de ce droit (la demande de dérogation à l'obligation de concentration) à une autorisation explicite, compte tenu des besoins différents des investisseurs en matière de protection et notamment de la capacité des investisseurs professionnels et institutionnels à agir au mieux de leurs intérêts. Cette autorisation doit en tout cas pouvoir être donnée dans des conditions qui ne mettent pas en cause la prompte exécution des ordres de l'investisseur."

Le projet du gouvernement n'est pas aussi rigoureux qu'il pourrait l'être, dans le respect des limites fixées par la directive, puisqu'il subordonne le libre accès aux marchés réglementés non pas à une autorisation explicite, mais au simple respect des conditions fixées par le CMF dans son règlement général.

En effet, le terme "autorisation" employé par le projet de texte doit être entendu comme étant celle donnée par l'investisseur à l'intermédiaire et non celle donnée par l'autorité professionnelle aux parties.

Autrement dit, il appartiendra aux investisseurs professionnels et aux intermédiaires de prendre leurs propres responsabilités : soit ils respectent les règles fixées par le CMF, soit la transaction qu'ils ont conclue encourt la nullité.

La rigueur de ce dispositif dépendra des limites retenues par le CMF. Plus la condition du volume sera élevée, plus il privilégiera les marchés réglementés par rapport aux marchés de gré à gré et inversement.

Si l'on peut partager les soucis des rédacteurs du texte, il importe néanmoins que le CMF veille à établir un juste équilibre et n'aille pas au-delà de ce qui est strictement nécessaire pour protéger les investisseurs. En effet, le risque existe, que cette disposition ne porte atteinte aux intérêts de l'industrie française du titre en créant une distorsion de concurrence au détriment des intermédiaires français. De fait, leurs concurrents pourraient éventuellement les inciter à déposer leurs titres à l'étranger pour pouvoir bénéficier de la faculté d'intervenir sur les marchés non réglementés, en leur faisant valoir que lorsqu'une société publie un communiqué après bourse, ils auront la possibilité d'intervenir sur son titre sans attendre la réouverture, le lendemain, des marchés réglementés.

Enfin, dernière remarque, la dernière phrase du dernier alinéa du présent article inclut dans le champ de la dérogation au principe de la concentration les opérations complexes (celles qui résultent de "*transactions qui, incluses dans une convention autre qu'une vente pure et simple, en constituent un élément nécessaire*"). Cette dérogation est de droit, de par la loi.

II. POSITION DE LA COMMISSION

Votre commission vous propose d'adopter le principe de cet article.

Elle vous soumettra néanmoins une rédaction plus synthétique du premier alinéa que celle prévue par le présent projet de loi. Cette rédaction n'emporte pas de modifications de fond.

Décision de la commission : votre commission vous demande d'adopter cet article au bénéfice de l'adoption d'une modification de forme.

Article 25

Régime juridique des opérations financières

Commentaire : le présent article reprend l'article 6 bis de la loi de 1988 sur les bourses de valeurs. Il est relatif aux opérations financières publiques.

I. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

Cet article transfère au CMF la compétence de réglementation des opérations d'offre publique, garantie de cours et retrait obligatoire, actuellement détenue par le CBV qui l'effectue par le truchement de son règlement général. La rédaction en est reprise pour l'essentiel de l'article 6 bis de la loi du 22 janvier 1988 sur les bourses de valeurs, tel qu'inséré par la loi du 2 août 1989, et modifié par la loi n° 93-1444 du 31 décembre 1993.

Le premier alinéa est la reprise du premier alinéa de l'article 6 bis de la loi de 1988. Il restreint le champ d'application aux seuls marchés réglementés au sens de la directive, tels qu'ils sont définis à l'article 21.

Quatre opérations sont visées : l'offre publique d'achat obligatoire, la garantie de cours, l'offre publique de retrait, enfin le retrait obligatoire.

Le a) traite de l'offre publique d'achat (OPA) obligatoire. Il s'agit de l'offre d'acquérir une quantité déterminée de titres ¹, qu'une personne physique ou morale, agissant seule ou de concert avec d'autres, est tenue de déposer obligatoirement dès lors qu'elle franchit un seuil de capital ou de droits de vote, défini par le Conseil des marchés financiers.

Par rapport à la loi de 1988, cet alinéa présente trois différences.

La première est qu'il y est précisé que l'action de concert doit répondre à la définition de l'article 356-1-3 de la loi du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales. Cette précision va de soi, puisque cet article a été inséré dans la loi de 1966 par la loi du 2 août 1989.

¹ Depuis 1992, les OPA portent nécessairement sur la totalité des titres ou droits de vote restant sur le marché, ce seuil étant laissé à l'appréciation du CBV dans son règlement général. Il s'agissait de se conformer au projet de treizième directive relatif aux offres publiques, aujourd'hui enlisé.

La seconde est que la notion de marché réglementé remplace l'énumération de la cote officielle et du second marché. Ces deux marchés sont reconnus réglementés au sens de la directive aux termes de l'article 31 de la loi de 1988, tel qu'inséré par la loi n° 96-109 du 14 février 1996 relative aux relations financières avec l'étranger en ce qui concerne les investissements étrangers en France.

La troisième différence, plus substantielle, porte sur la privation des droits de vote. La loi de 1988 prévoyait une privation des droits de vote acquis irrégulièrement. Le présent article prévoit une privation totale, à due concurrence de la participation ou des droits de la personne en infraction.

Le b) est relatif à la garantie de cours. Lorsqu'une personne agissant seule ou de concert acquiert la majorité du capital ou des droits de vote d'une société à la suite d'une transaction unique portant sur une quantité importante de titres (application ou transaction de gré à gré) ; elle est tenue d'acheter tous les titres qui lui sont présentés au prix auquel la transaction de bloc a eu lieu. L'acquéreur doit ainsi garantir ce cours pendant dix ou quinze jours. Cette procédure est applicable pour les titres admis à la cote officielle, au second marché ou au marché hors cote.

Cet alinéa ne modifie pas le droit existant. On y observe simplement que le compartiment hors-cote de la bourse de Paris n'y est pas assimilé à un marché réglementé. Le hors-cote ne répond en effet pas aux critères permettant de le définir comme tel.

Le c) est relatif à l'offre publique de retrait. Cette procédure est ouverte aux actionnaires majoritaires sur leur initiative ou à la demande des minoritaires dès lors que les actionnaires majoritaires détiennent 95 % des droits de vote ou qu'ils donnent à la société la forme de commandite par action. Ce seuil, actuellement défini par le règlement général du CBV, sera laissé à l'appréciation du CMF, mais ne devrait pas changer. Initialement applicable sur la cote officielle et le second marché, cette procédure a été étendue par la loi de 1993 au hors-cote pour prévoir les cas où, à la suite d'une OPA ou pour d'autres raisons, une société était amenée à quitter le marché officiel du fait de la baisse de liquidité de ses titres.

Cet alinéa reprend le texte existant, sous réserve de modifications rédactionnelles déjà vues (précision sur la notion d'action de concert, remplacement de la cote officielle et du second marché par la notion de marché réglementé).

Le d) porte sur le retrait obligatoire. Dans cette procédure, l'adjectif "obligatoire" s'applique aux actionnaires minoritaires alors que pour les OPA obligatoires, ce sont les acquéreurs qui sont les obligés. Elle a été introduite dans notre droit à l'initiative du Sénat par la loi de 1993. Cette procédure

donne la possibilité aux actionnaires détenant 95 % du capital ou des droits de vote de la société d'obliger les minoritaires à leur vendre les titres qu'ils détiennent, de façon notamment à pouvoir quitter la cote d'un marché.

Par rapport au droit existant, cet alinéa présente deux modifications.

La première est relative au prix proposé lors du retrait obligatoire. A l'initiative du Sénat, ce prix ne pouvait être inférieur au prix de l'OPR qui avait précédé le retrait obligatoire. Dans le cas présent, il doit être le montant le plus élevé entre une évaluation objective et le prix proposé lors du retrait lui-même.

La seconde consiste à mentionner explicitement les détenteurs d'actions non identifiés, au profit desquels l'indemnisation doit être consignée. C'est notamment en raison de difficultés d'identification de certains détenteurs que la procédure de retrait obligatoire s'est révélée utile.

II. POSITION DE LA COMMISSION

Votre commission ne peut qu'approuver les dispositions de cet article qui reprend les dispositions de l'article 6 bis de la loi boursière et dont elle avait elle-même repris le contenu aux 15° à 18° de l'article 27 de sa proposition de loi.

Quelques modifications doivent cependant être apportées.

En premier lieu, au premier alinéa, il convient de ne pas restreindre le champ d'application aux marchés réglementés. En effet, certaines procédures (garantie de cours, OPR, retrait obligatoire) sont applicables aux émetteurs figurant sur la liste du marché hors-cote. Celui-ci est un marché de gré à gré au sens de la directive.

Par ailleurs, cet article doit être interprété comme donnant au CMF compétence pour réglementer les seules opérations publiques explicitement prévues par la loi. En particulier, le CMF ne reprend pas du CBV la compétence de réglementation des OPA facultatives et offres publiques de vente. Actuellement, cette compétence découle du pouvoir de réglementation générale des marchés que détient le CBV.

Ce pouvoir n'est pas mentionné dans le présent projet de loi. Il ne s'agit pas d'un oubli, mais d'une position pragmatique permettant aux entreprises de marché de réglementer elles-mêmes les opérations financières sur leur marché, dès lors que les dispositions concernées ne sont pas d'ordre public. En effet, contrairement à la situation prévalant aux termes de la loi boursière, il n'y aura plus désormais en France de réglementation unique des marchés. Dans le détail, les règles d'une OPV ou d'une OPA facultative

peuvent différer du fait du mode d'organisation du marché. Cela pourra être le cas par exemple entre le Nouveau marché et la cote officielle.

Il découle de ce qui précède qu'il ne convient pas de laisser figurer ces dispositions dans une section consacrée aux marchés réglementés, mais qu'il faut les insérer parmi celles relatives à la compétence réglementaire du CMF par un article additionnel après l'article 17.

En deuxième lieu, votre commission vous propose de prévoir que le dispositif relatif aux OPA obligatoires ne s'applique pas seulement aux personnes détenant déjà une proportion déterminée de titres, mais aussi à celles qui en ont l'intention et qui dès lors agissent de façon à franchir à la hausse le seuil de déclenchement de l'OPA obligatoire.

En troisième lieu, votre commission souhaite rétablir dans le dispositif du retrait obligatoire une clause de protection des actionnaires minoritaires qui avait été adoptée à l'initiative de votre rapporteur lors du débat sur la loi de 1993. Cette clause prévoit que le prix retenu pour le retrait obligatoire ne peut être inférieur au prix de l'offre publique de retrait qui l'a précédé ; le prix finalement retenu pouvant être celui déterminé par l'expertise objective de la société s'il lui est supérieur. En effet, le prix de l'OPR doit être attractif puisque les actionnaires minoritaires ne sont pas obligés de s'y soumettre et qu'ils n'y répondront que s'il y ont un intérêt financier. En revanche, en l'absence d'une telle protection, le prix du retrait obligatoire peut très bien leur être défavorable puisqu'ils devront l'accepter en tout état de cause.

Enfin, à propos du partage des compétences entre la Commission des opérations de bourse et le Conseil des marchés financiers, votre commission souhaite signaler que le présent projet ne résout en rien les conflits qui peuvent apparaître. Située sur un pied d'égalité avec l'autorité professionnelle, la COB, détentrice du pouvoir de viser les documents d'information relatifs aux offres publiques, pourra continuer de s'opposer au CMF, juge de la recevabilité des opérations, comme au CBV par le passé. L'absence de conflit récent est essentiellement liée à l'indigence de notre marché des offres publiques, qui ne compte que quelques opérations par an (contre plusieurs milliers outre-Manche et plusieurs dizaines de milliers outre-Atlantique). Cette raison de pure circonstance ne peut suffire à faire admettre le *statu quo*.

C'est pourquoi votre commission vous propose de contribuer à la solution du problème par une modification de la composition du CMF (voir le commentaire de l'article 12).

Décision de la commission : votre commission vous demande de supprimer cet article.

Section 2

Dispositions applicables aux marchés à terme

Il convient d'emblée de noter que le projet de loi reprend presque intégralement (à l'exception des dispositions relatives au démarchage et à la reconnaissance des marchés financiers ne faisant pas partie de l'Union européenne) toute la partie de la loi de 1885 sur les marchés à terme, alors que les avant projets précédents procédaient par voie de législation par référence. C'est un net progrès qui mérite d'être salué.

Il convient également d'observer que la plupart des dispositions de la loi de 1885 ne sont pas reprises dans la présente section relative aux dispositions applicables aux marchés à terme, mais dans le chapitre suivant relatif aux "dispositifs de compensation".

Article 26

Reconnaissance légale des opérations à terme

Commentaire : le présent article reprend, en le modifiant, les dispositions de l'article premier de la loi du 28 mars 1885 sur les marchés à terme.

I. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

Le **paragraphe I** de cet article pose en effet le principe de la validité des opérations à terme sur effets publics, sur valeurs mobilières, denrées ou marchandises ainsi que toutes opérations sur taux d'intérêt, sur indices ou sur devises.

Il reprend la rédaction de l'article premier de la loi de 1885 sur les marchés à terme tout en la modernisant sur plusieurs points.

Ainsi, le terme de "*marchés à terme*" utilisé par la loi de 1885 et susceptibles d'induire des interprétations erronées a, finalement, été remplacé par celui "*d'opérations à terme*", à l'instar de la rédaction retenue à l'article 76 de la proposition de loi.

Surtout, en écartant les "*dispositions législatives spéciales*" il permet de lever l'ambiguïté juridique concernant le lancement d'un contrat à terme sur le blé.

En effet, l'article 32 de la loi du 15 août 1936 relative à la création de l'Office national interprofessionnel du blé et l'article 13 de la loi du 17 novembre 1940 interdisent, jusqu'à présent, la cotation à terme du blé.

Le **paragraphe II** reprend les dispositions spécifiques relatives aux marchés à terme sur denrées dits de *cash settlement*.¹

¹ Voir rapport Sénat n° 88 sur projet de loi portant diverses dispositions relatives à la Banque de France, à l'assurance, au crédit et aux marchés financiers (1993-1994) p. 39 et suivantes..

II. POSITION DE LA COMMISSION

Votre commission observe que le champ d'application de cet article n'est pas limité aux seuls marchés réglementés à terme. Comme sa rédaction l'indique, il est destiné à viser toutes les opérations à terme. Dès lors, son insertion dans une section figurant dans un chapitre intitulé : "les marchés réglementés" ne paraît pas opportune et il eût été préférable de l'insérer dans une section relative aux opérations.

Cette confusion s'explique très certainement du fait de la reprise de la loi de 1885, dont les modifications successives, au cours des années 1985-1993, étaient essentiellement destinées à s'appliquer au MATIF, qui est effectivement un marché à terme réglementé.

Afin de ne pas retarder inutilement les débats et, compte tenu de la prochaine codification de cette loi dans le code monétaire et financier, votre commission ne vous proposera pas de changer la structure de ce chapitre. Elle émet cependant le vœu que le projet de code en cours d'élaboration tienne compte de ses observations.

Par ailleurs, votre commission vous demandera d'adopter deux modifications formelles destinées à tenir compte, le cas échéant, des votes précédents.

Décision de la commission : votre commission vous demande d'adopter cet article, sous réserve de modifications de coordination.

Article 27

Qualité de membre d'un marché à terme et conditions pour y effectuer de la négociation pour compte propre

Commentaire : cet article reprend en les modifiant de façon significative, les articles 8 et 8-1 de la loi du 28 mars 1885 sur les marchés à terme qui posent le principe du monopole de la négociation sur les marchés à terme.

I. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

A l'instar de l'article 26, le présent article procède à une modernisation de la rédaction des articles 8 et 8-1 de la loi du 28 mars 1885 sur les marchés à terme, relatifs aux personnes habilitées à négocier sur les marchés à terme.

Il convient d'emblée de remarquer que cet article unifie les conditions d'accès à la négociation sur les marchés à terme d'instruments financiers (au sens de la loi ancienne) et sur les marchés à terme de marchandises.

Toutefois, l'articulation de cet article avec les dispositions prévues antérieurement semble imparfaite.

A. LA QUALITÉ DE MEMBRE D'UN MARCHÉ À TERME

Le **paragraphe I** prévoit de déterminer, au sein de la catégorie juridique plus générale des membres des marchés réglementés, (art 23 II) les personnes ayant la capacité juridique à "*produire des ordres d'opérations à terme et à en rechercher la contrepartie*".

Quatre remarques semblent s'imposer :

1. La différence entre les membres d'un marché et les personnes habilitées à produire des ordres et à en rechercher la contrepartie

Il est tout d'abord légitime de s'interroger sur la différence qu'il peut y avoir entre les "membres d'un marché" (catégorie visée au

paragraphe II de l'article 23) et les **"personnes habilitées à produire des ordres et à en rechercher la contrepartie "** (premier alinéa du présent article).

Peut-on en effet envisager qu'un opérateur puisse souhaiter acquérir la qualité de membre du marché et ne pas être en mesure de produire des ordres sur celui-ci ? La réponse est non et la différence résulte donc de la formule *"en rechercher la contrepartie"*.

En réalité, **cette formule, partiellement reprise et adaptée de la loi de 1885** vise plus particulièrement les **"adhérents compensateurs** qui sont habilités non seulement à la négociation pour compte propre et à la négociation pour compte de tiers, mais qui participent à la compensation. Ils se différencient des simples négociateurs pour compte de tiers (NEC) ou des **"négociateurs individuels de parquet"** (NIP) habilités à ne faire que de la négociation pour compte propre.

L'alinéa premier de l'article 8 de la loi de 1885, vise en effet, les personnes *"habilitées par la chambre de compensation (...), dans les conditions définies par le règlement général du marché, à participer à la compensation des contrats à terme d'instruments financiers, et à en désigner les négociateurs qui doivent répondre à des conditions définies par le règlement général du marché et opèrent sous la responsabilité et le contrôle de la personne qui les a désignées."*

On suppose que les termes de *"participer à la compensation"* ont été écartés afin de ne pas introduire de confusion entre cette qualité et celle de "chambre de compensation" définie par la suite.

Dans ces conditions, viser les "personnes habilitées à produire des ordres et à en rechercher la contrepartie " et les "membres d'un marché" revient, semble-t-il, strictement au même.

La formule développée n'est utile que pour distinguer les membres à part entière d'un marché de ceux qui ne sont pas habilités à "rechercher la contrepartie", c'est à dire les "purs négociateurs", qui seront définis au paragraphe II du présent article.

Ce principe étant admis il convient maintenant de s'interroger sur l'étendue respective de ces deux catégories : les membres des marchés réglementés et les membres des marchés à terme.

2. les différences entre les membres des marchés réglementés et les membres des marchés à terme

Le présent paragraphe prévoit que les membres des marchés à terme peuvent être :

1° toutes les personnes susceptibles d'être membres d'un marché réglementé ;

auxquelles il convient d'ajouter :

2° les **personnes habilitées au vu de conditions**, définies et appréciées par le CMF. Ces conditions sont, d'une part, de compétence, d'honorabilité et de solvabilité et, d'autre part, **de capitaux propres ou de garanties**.

Deux remarques s'imposent :

➤ **De prime abord, la deuxième sous-catégorie**, qui permet précisément de faire le départ entre les membres des marchés réglementés et les membres des marchés à terme, **ressemble étrangement à la catégorie définie au e) du paragraphe II de l'article 23** : *"les personnes habilitées par le CMF qui remplissent les conditions de compétence, d'honorabilité et de solvabilité déterminées par son règlement général"*.

Mais elle s'en distingue néanmoins par l'exigence en capital et en garanties, condition importante pour que de simples personnes physiques puissent effectuer de la négociation pour compte propre sur des marchés à terme.

Jusqu'ici, il est possible de dire que le paragraphe I signifie que, pour devenir membres à part entière d'un marché à terme, certaines personnes physiques ou morales, normalement habilitées à devenir membres d'un marché réglementé, doivent remplir des exigences supplémentaires en fonds propres et en garanties, définies et appréciées par le CMF.

Il est entendu par ailleurs, (mais est-il besoin de l'écrire dans la loi ?) que les autres membres d'un marché réglementé (les entreprises d'investissement, les établissements de crédit et les groupements qu'ils sont susceptibles de former entre eux) ont *ipso jure* le droit de devenir membres d'un marché réglementé à terme.

On comprend aisément cette restriction : compte tenu des risques inhérents aux marchés à terme, les membres d'un marché à terme réglementé doivent, lorsqu'ils sont de simples personnes physiques ou des personnes morales disposant d'une surface financière relativement faible, répondre à des

critères plus exigeants que ceux posés pour devenir membre d'un marché réglementé au comptant. Ceci afin de limiter les risques qu'ils prennent pour eux-mêmes et ceux qu'ils font courir à leurs clients, dans la mesure où étant membres à part entière, ils peuvent faire de la négociation pour compte de tiers.

➤ **En second lieu, il semblerait que le dispositif ainsi mis en place comporte une faille.**

En effet, en se référant à l'ensemble de la catégorie définie au II de l'article 23, **le visa du 1° aboutit, en toute logique, à ce que des personnes (celles visées au d) et au e) du II de l'article 23) qui remplissent des conditions moins strictes que celles exigées pour devenir membre d'un marché à terme (alinéa 2)°) sont habilitées *ipso jure* (sans autres conditions) pour intervenir sur ces marchés, y compris pour faire de la négociation pour compte de tiers.**

On suppose que cette disposition résulte de la reprise du deuxième alinéa de l'article 8 de la loi de 1885 qui dispose que :

"Les commissionnaires agréés près la bourse de commerce de Paris et les courtiers assermentés agréés, visés au 2° de l'article 8-1, pourront participer à la compensation ou négocier des contrats d'instruments financiers dès lors qu'ils remplissent les conditions prévues par le règlement général du marché".

Cependant, le fait de les inclure indistinctement dans la catégorie visée au 1° les exonère du respect des conditions "*prévues par le règlement général du marché (sous entendu : "à terme")*" dont on suppose qu'il contient, notamment, des conditions de capitaux et de garanties.

Il semblerait donc nécessaire, pour le moins, de réécrire ce paragraphe et de prendre en compte dans le règlement général du CMF de l'exigence en capital et en garantie pour habilitier certaines personnes physiques ou morales à intervenir sur les marchés à terme.

- 3. L'extension de la restriction à l'exercice de la négociation pour compte propre, actuellement limitée aux marchés à terme réglementés, à l'ensemble des marchés à terme**

Actuellement, l'exigence en capital et en garantie, qui s'interprète comme une restriction de la liberté de négociation pour compte propre, n'est valable que sur les marchés à terme réglementés.

Le fait de viser indistinctement les "opérations à terme", outre le fait qu'il fait sortir, à l'instar de l'article 26, les dispositions du présent paragraphe du champ d'application du présent chapitre relatif aux "marchés réglementés", n'est sans doute pas opportun.

En effet, le principe doit demeurer de la liberté de négociation pour compte propre qui n'est lui même qu'une déclinaison du principe de la libre prestation de services d'investissement pour compte propre.

Le fait de déroger à ce principe concernant les marchés réglementés, fussent-ils à terme, trouve sa justification dans le fait que ces marchés doivent être accessibles au plus grand nombre d'investisseurs, y compris non professionnels. Il est donc nécessaire que chaque opérateur sur ces marchés soit, pour reprendre une expression familière aux anglo-saxons "*safe and clean*".

Cette justification n'existe pas concernant les marchés de gré à gré, où, si l'on peut dire, "chacun prend ses risques".

4. L'habilitation des membres : une compétence actuellement reconnue aux chambres de compensation désormais transférée au CMF

Comme on vient de le voir, l'habilitation de certaines personnes physiques ou morales à devenir membres de marchés réglementés à terme, est actuellement délivrée par la chambre de compensation. Il est intéressant du reste d'observer qu'elle se confond avec l'admission en tant que membre.

Le présent article prévoit de transférer cette compétence au CMF.

Cette modification doit être considérée avec attention. En effet, elle peut apparaître légitime s'il s'agit de dire que c'est le CMF qui fixe les critères généraux, notamment en termes d'exigences capitalistiques, pour qu'une personne puisse accéder au statut d'adhérent d'une chambre de compensation. C'est "l'habilitation" ou capacité juridique.

En revanche, elle ne doit pas préjuger de l'accès au *membership* qui dépend, *intuitu personae*, de la seule chambre de compensation.

B. L'ACCÈS DES NÉGOCIATEURS POUR COMPTE PROPRE AUX MARCHÉS RÉGLEMENTÉS À TERME

Le **paragraphe II** prévoit que seules les personnes habilitées à produire des ordres et à en rechercher la contrepartie, puissent nommer des négociateurs sur les marchés réglementés.

Il est en effet clairement établi sur le MATIF que les NIP doivent être en quelque sorte "parrainés" par un adhérent compensateur sous la responsabilité et le contrôle de qui ils opèrent.

En d'autres termes, ce paragraphe signifie que : par dérogation au monopole de la prestation de services d'investissement, établi au profit d'établissements disposant d'une surface financière adéquate (entreprises d'investissement ou établissements de crédit), certains négociateurs professionnels peuvent faire de la négociation pour compte propre sur les marchés à terme, à la condition toutefois, d'une part, qu'ils soient contrôlés et adossés à des prestataires de services d'investissement et, d'autre part, qu'ils soient habilités par le CMF en fonction d'exigences répondant à des conditions spécifiques définies par le règlement général.

II. POSITION DE LA COMMISSION

Votre commission vous propose de supprimer le paragraphe I et de le reprendre au paragraphe I de l'article 23, afin d'en **étendre la portée à l'ensemble des marchés réglementés.**

Votre commission vous propose également de supprimer le paragraphe II et d'en reprendre les dispositions au II de l'article 28, dans la mesure où ces dispositions ne concernent en fait que la capacité à participer à la compensation des opérations.

Décision de la commission : votre commission vous demande de modifier cet article.

CHAPITRE III

DISPOSITIFS DE COMPENSATION

On remarquera d'emblée que, la question se pose de l'opportunité de dissocier, dans un chapitre distinct de celui qui traite des marchés réglementés, les dispositions relatives aux chambres de compensation.

En effet, la relation entre les concepts de chambre de compensation et de marchés réglementés au sens de la DSI est la suivante : **tous les marchés déclarés comme réglementés, doivent nécessairement avoir une chambre de compensation ; mais inversement, tous les marchés ayant une chambre de compensation ne sont pas forcément déclarés réglementés.** Ce pourrait être le cas de certains marchés "organisés".

La dissociation est donc logique. Cependant, on comprendra qu'elle heurte la logique des professionnels français, dans la mesure où il n'y a pas dans notre pays, de marché organisé (c'est à dire disposant d'une réglementation préalable des opérations, d'une chambre de compensation et ne souhaitant pas ou ne pouvant pas obtenir la reconnaissance de marché réglementé).

Surtout, il serait préférable de regrouper, au moment de la codification, les dispositions relatives aux chambres de compensation et celles relatives aux entreprises de marché, que votre commission vous demande d'insérer avant l'article 21.

Sous ces réserves et précisions, votre commission ne vous proposera pas de modifications de structures autres que celles qui ne pourraient être opérées par les rédacteurs du projet de code monétaire et financier, dans le respect du principe de la codification à droit constant.

Section 1

Dispositions communes à toutes les chambres de compensation

[Division et intitulé nouveaux]

Article 28

Les chambres de compensation

Commentaire : le présent article a pour objet, d'une part, de définir le statut des chambres de compensation (I) et l'obligation de secret professionnel qui pèse sur ses dirigeants, salariés et préposés (III) et, d'autre part, de déterminer quels sont les personnes auxquelles la loi reconnaît la possibilité d'adhérer à une chambre de compensation (II).

I. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

C'est l'article 9 de la loi du 11 juillet 1985 qui, modifiant l'article 9 de la loi de 1885 sur les marchés à terme, a introduit la notion de chambre de compensation dans notre droit.

L'article 9 de la loi de 1885 prévoit en effet que "*chaque opération sur contrat à terme est enregistrée par une chambre de compensation, ayant le statut d'établissement de crédit, qui en garantit la bonne fin.*"

Le **paragraphe I** du présent article prévoit que les chambres de compensation et de garantie des transactions effectuées sur un marché réglementé doivent avoir la qualité d'établissement de crédit.

Leurs "statuts" doivent avoir été approuvés par le CMF. En fait, la notion de statuts est ambiguë, car elle peut laisser sous entendre que le CMF approuve les statuts commerciaux de la chambre de compensation, ce qui ne serait pas réaliste. En réalité, il convient de viser le terme de "règles de fonctionnement", c'est à dire, les modalités selon lesquelles sont effectuées la compensation.

La proposition de loi prévoyait (article 67) que les chambres de compensation soient gérées par des entreprises de marché.

Le **paragraphe II** prévoit que seules les personnes mentionnées au II de l'article 23 et au II de l'article 27 peuvent adhérer aux chambres de compensation.

Il semblerait qu'il y ait une erreur de visa, dans la mesure, où les négociateurs désignés par les membres des marchés n'ont, semble-t-il, pas vocation à devenir adhérents directs de la chambre de compensation.

Le **paragraphe III** prévoit que les salariés et préposés des chambres de compensation sont tenus au secret professionnel.

II. POSITION DE LA COMMISSION

Tout en approuvant "l'esprit" de cet article, votre commission vous propose de le modifier afin :

- 1) de définir les chambres de compensation, ce qu'omet de faire le projet de loi ;
- 2) de ne pas soumettre les "statuts" de façon générale, mais seulement les "règles de fonctionnement" des chambres de compensation à l'approbation du CMF.

Décision de la commission : votre commission vous demande de modifier cet article afin d'y apporter quelques précisions.

Article additionnel après l'article 28

Responsabilité juridique et financière des prestataires de services d'investissement et des membres d'un marché réglementé

Commentaire : cet article additionnel que votre commission vous demande d'insérer reprend le contenu normatif de l'actuel article 30.

Compte tenu de la nouvelle distinction que votre commission vous demande d'établir entre les dispositions applicables à toutes les chambres de compensation et celles applicables aux seules chambres de compensation sur les marchés réglementés, l'article 30, relatif à la responsabilité juridique des prestataires de services d'investissement trouverait mieux sa place à cet endroit précis du texte (*voir le commentaire de l'article 30*).

Décision de la commission : votre commission vous demande d'adopter le présent article additionnel.

Section 2

Dispositions communes aux chambres de compensation d'un marché réglementé

[Division et intitulé nouveaux]

Article 29

Dépôts de garantie effectués auprès des chambres de compensation

Commentaire : le présent article prévoit que les dépôts effectués par les donneurs d'ordre auprès des adhérents d'une chambre de compensation ou effectués par ces adhérents auprès d'une telle chambre sont acquis à la chambre concernée dès leur constitution aux fins de règlement, d'une part du solde débiteur constaté lors de la liquidation d'office des positions et, d'autre part, de toute autre somme due à cette chambre.

Il prévoit en outre qu'aucun créancier d'un adhérent d'une chambre de compensation ou de la chambre elle même ne peut se prévaloir d'un droit quelconque sur ces dépôts, y compris sur le fondement de la loi du 25 janvier 1985 relative au redressement et à la liquidation judiciaires des entreprises.

I. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

Le présent article reprend, en l'actualisant, la rédaction du troisième alinéa de l'article 9 de la loi de 1885. Il va plus loin que cet article (et par conséquent plus loin que l'article 67 (3^{ème} alinéa) de la proposition qui reprenait l'art 9 de la loi de 1885) en prévoyant qu'aucun créancier d'un adhérent d'une chambre de compensation ou de la chambre elle même ne peut se prévaloir d'un droit quelconque sur ces dépôts, même sur le fondement de la loi du 25 janvier 1985 précitée.

Il s'agit en fait de sécuriser le statut juridique des dépôts.

A cet égard, il convient de rappeler que le système de couverture auprès d'une chambre de compensation est un système à double étage : l'intermédiaire appelle des couvertures sur ses clients ; la chambre de

compensation appelle des couvertures sur l'intermédiaire. Il n'y a pas nécessairement adéquation entre les montants appelés dans chacun des ces cas.

Dès lors, il est impératif qu'au même titre que la chambre de compensation, l'adhérent à la chambre dispose d'un droit certain sur les sommes qui lui sont déposées à titre de couverture ou de garantie.

Dans le même ordre d'idées, il convient de rappeler que, par essence, le rôle d'une chambre de compensation est d'apporter une garantie à ses adhérents en cas de défaillance de l'un d'entre eux.

Par ailleurs, il convient de relever l'extension de ce dispositif, actuellement limité aux seuls marchés à terme, à l'ensemble des marchés réglementés. Cette extension ne devrait pas soulever de problèmes. En effet, s'agissant des marchés au comptant, cette disposition ne devrait pas, par construction, trouver à s'appliquer. En revanche, elle constituerait une novation pour le "Règlement mensuel" qui peut, d'une certaine façon, s'analyser comme un marché à terme.

Enfin, il convient de noter que le premier alinéa de l'article 9 de la loi de 1885 qui prévoit que "*chaque opération sur contrat à terme est enregistrée par une chambre de compensation ayant le statut d'établissement de crédit qui en garantit la bonne fin*" n'est pas repris dans le projet de loi. Cette omission volontaire tient :

- d'une part, au développement des marchés de gré à gré d'instruments financiers (les *swaps* notamment), dont la sûreté juridique, au regard de l'article 9 de la loi de 1885 est sans doute fragile, ce d'autant plus que ce même article prévoit la nullité de plein droit pour les opérations portant sur contrats à terme qui n'ont pas été enregistrées de plein droit (art 9.- premier alinéa) ;
- d'autre part au fait que la garantie de bonne fin accordée par la chambre de compensation dépendra désormais de la relation contractuelle de celle-ci avec ses adhérents.

II. POSITION DE LA COMMISSION

Tout en approuvant le dispositif de cet article, votre commission vous propose de le modifier, à la marge, afin de prévoir que les dépôts de garantie effectués par les adhérents auprès des adhérents de la chambre de compensation sont aussi acquis aux **adhérents** des chambres de compensation dès leur constitution. Cette disposition figurait déjà à l'article 9 de la loi de 1885.

Elle vous proposera également de substituer les termes "transférés en pleine propriété" au terme "acquis" insuffisamment précis en cas de litige découlant d'une procédure collective.

Décision de la commission : votre commission vous demande d'adopter cet article, sous réserve d'une précision.

Article 30

Responsabilité juridique et financière des prestataires de services d'investissement et des membres d'un marché réglementé

Commentaire : le présent article établit la qualité de commissionnaire du croire des prestataires de services d'investissement lorsqu'ils négocient sur un marché réglementé doté d'une chambre de compensation. Il pose également le principe de la responsabilité d'exécution des membres des marchés réglementés.

I. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

A. L'OBLIGATION DE DUCROIRE

Brefs rappels préliminaires :

➤ **La notion de ducroire**

L'intermédiaire est qualifié de ducroire dès lors qu'il **garantit** au donneur d'ordres **l'exécution du contrat par la contrepartie**. Compte tenu du fait que la Chambre de compensation se porte contrepartie de chaque opération enregistrée, en se portant ducroire, l'intermédiaire garantit au donneur d'ordres l'exécution du contrat par la Chambre de compensation.

➤ **La garantie de solvabilité des donneurs d'ordres (articles 8-2 de la loi du 28 mars 1885)**

Le membre compensateur, teneur de compte, responsable de la solvabilité d'un donneur d'ordres, garantit à la Chambre de compensation le paiement des sommes dues par ce dernier s'il est insolvable.

➤ **La responsabilité de bonne exécution**

Elle rend le membre négociateur responsable de la bonne exécution des ordres qu'il reçoit.

➤ **La garantie de bonne fin**

Elle est donnée par la Chambre de compensation. C'est un engagement donné par le garant, au profit de la contrepartie du débiteur qu'il garantit, d'exécuter le contrat à la place de ce dernier s'il est défaillant.

La garantie de bonne fin portant sur l'exécution du contrat, elle est donc une obligation de faire qui se résoudra, en cas d'inexécution, en dommages et intérêts (article 1142 du code civil).

On notera d'emblée que la garantie de bonne fin, actuellement posée par le premier alinéa de l'article 9 de la loi du 28 mars 1885 ("*Chaque opération sur contrat à terme est enregistrée par une chambre de compensation, ayant le statut d'établissement de crédit, qui en garantit la bonne fin*") n'est pas reprise dans le projet. **Il faut en déduire que cette garantie de bonne fin dépendra désormais des relations contractuelles entre la chambre de compensation et ses adhérents.**

Le **premier alinéa paragraphe I** pose le principe selon lequel les prestataires de services d'investissement ont la qualité de commissionnaires du croire à l'égard des donneurs d'ordre dont ils tiennent les comptes, dès lors que les transactions ont été réalisées sur un marché réglementé d'instruments financiers doté d'une chambre de compensation et de garantie.

Cette disposition a été reprise de l'article 8-2 de la loi du 28 mars 1885 qui affirme que les membres à part entière d'un marché réglementé à terme (*i.e.* les adhérents compensateurs) sont "*du croire quel que soit l'événement*".

Il doit être précisé que cette qualité de du croire s'étend actuellement aux sociétés de bourse (article 3 de la loi boursière).

Etendre, dans ces conditions, l'obligation de du croire à l'ensemble des prestataires de services d'investissement mérite réflexion.

Il convient de préciser que l'engagement de du croire que peut prendre un mandataire ou un commissionnaire vis-à-vis de son mandant ou de son commettant consiste à lui garantir l'exécution par les tiers des contrats qu'il passe avec eux pour le compte du mandant ou du commettant.

Il s'agit là d'un engagement spécifique qui, d'une part, ne se réduit ni à un cautionnement, ni à un contrat d'assurance et, d'autre part, ne se présume pas (sauf si la loi le prévoit). En tant que tel, l'engagement de du croire fait généralement l'objet d'une rémunération supplémentaire.

Dans ce cadre, il doit tout d'abord être observé qu'historiquement, la garantie de ducroire apportée par l'agent de change (article 54 du décret du 7 octobre 1890) ou la société de bourse a été mis en place parce que "*cette responsabilité est le complément indispensable du monopole de négociation*", ainsi que l'a rappelé le rapporteur de la Commission des finances du Sénat lors des travaux préparatoires de la loi boursière.¹

Constitué intermédiaire obligé, et donc bénéficiaire d'un courant d'affaires sans être soumis à une véritable concurrence, il était considéré juste que l'intermédiaire apporte gratuitement une garantie de ducroire à son client.

Or l'une des conséquences de la transposition de la directive est de supprimer les monopoles, lorsqu'ils existent encore, et de placer les divers systèmes financiers en concurrence : concurrence entre les intermédiaires et concurrence entre les marchés que ces derniers soient réglementés, simplement organisés ou de pur gré à gré.

Il n'y a donc plus de raison d'imposer à l'adhérent de la chambre de compensation d'un marché réglementé une garantie de ducroire alors qu'il ne bénéficie plus d'un monopole.

Il convient en outre d'observer qu'une telle obligation peut se révéler concurrentiellement désavantageuse pour les marchés et les intervenants qui seront soumis au présent texte.

La garantie de ducroire apportée par l'intervenant ayant un coût, deux situations sont en effet envisageables :

- soit, l'intermédiaire répercute le coût de cette garantie sur le client. Les opérations traitées sur le marché enregistreront alors un surcoût dont la justification n'apparaîtra pas clairement pour le client (une garantie obligatoire est une garantie qui, psychologiquement, n'est pas ressentie comme telle par le client) et celui-ci pourra être incité à faire traiter ses opérations par d'autres voies (autres marchés réglementés de l'Union, marchés de gré à gré) ;

- soit l'intermédiaire ne répercute pas le coût de cette garantie sur le client. C'est sa marge qui se trouvera alors affectée et, corrélativement, sa capacité d'action dans un contexte de concurrence exacerbée.

¹ Voir rapport Sénat n° 27 1987-1988, p. 14

La sécurité des opérations sera sans doute l'un des éléments importants de la concurrence que se livreront entre eux les différents marchés de l'Union.

Dans ce contexte, il n'apparaît pas souhaitable d'introduire une trop grande rigidité dans l'encadrement légal des opérations de marché.

Il est au contraire nécessaire de laisser à chaque chambre de compensation une grande latitude pour fixer, en considération de la nature des opérations et/ou de la clientèle, les conditions dans lesquelles ses adhérents participent à ses opérations et, le cas échéant, les garanties que lesdits adhérents apportent à leurs clients.

Ainsi, en fonction de la stratégie de chaque marché, l'élément sécurité des opérations sera ou non valorisé en argument commercial.

Il convient de souligner que, si la chambre de compensation ne détermine pas que ses adhérents interviennent en qualité de ducroire, cela ne fera pas obstacle à ce que chacun d'entre eux puisse prendre cette qualité en vertu d'un accord spécifique et moyennant rémunération, avec chacun de leurs clients.

Toutefois, cette liberté laissée aux chambres de compensation, ne doit pouvoir s'exercer que lorsque les marchés ne sont pas reconnus réglementés et qu'ils s'adressent essentiellement à des investisseurs professionnels. S'agissant des marchés réglementés, sur lesquels doit peser, aux yeux des investisseurs, une présomption irréfragable de sécurité juridique, il semble souhaitable de maintenir l'obligation de ducroire.

Le **deuxième alinéa du paragraphe I** prévoit que, dans tous les cas, les adhérents compensateurs s'engagent à remplir, vis à vis de la chambre de compensation l'intégralité des obligations découlant des transactions inscrites au nom de leurs clients dans leurs comptes. C'est la **garantie de solvabilité**.

Cette garantie s'analyse en droit comme un contrat de commission qui est le contrat par lequel une personne (le commettant) donne à une autre personne (le commissionnaire) le pouvoir d'accomplir un acte juridique pour son compte, mais en agissant en son nom propre.

Agissant en son nom propre, le commissionnaire ne représente pas le commettant dans les rapports qu'il entretient avec les tiers. Les contrats qu'il est amené à conclure pour le compte du commettant n'engagent pas celui-ci à l'égard des tiers contractants ; ils engagent personnellement celui qui les a conclus, c'est à dire le commissionnaire.

Ce n'est que dans les rapports entre le commissionnaire et le commettant qu'il y a contrat de représentation, comme si l'on était en présence d'un mandat.

Il en résulte qu'en qualifiant de commissionnaire l'adhérent à la chambre de compensation et de garantie, le projet de loi détermine *ipso jure* que l'adhérent est personnellement responsable envers la chambre de compensation.

Le troisième alinéa du paragraphe I prévoit que le paiement des sommes dues au titre des obligations fixées aux alinéas précédents ne peut être différé.

Il s'agit en fait d'une disposition indispensable pour ne pas perturber la compensation des opérations. En effet, il est possible d'être "tenu" d'une dette, sans pour autant être "tenu" de son paiement immédiat.

Enfin, **le dernier alinéa du paragraphe I** prévoit que toute clause contraire aux dispositions des alinéas précédents est réputée non écrite.

B. LA RESPONSABILITÉ GÉNÉRALE DES MEMBRES D'UN MARCHÉ RÉGLEMENTÉ

Le **paragraphe II** pose le principe de la responsabilité des prestataires de services d'investissement sur un marché réglementé pour *"l'exécution des ordres d'opérations qu'ils reçoivent, que ces ordres soient recueillis par eux-mêmes, par leurs agents ou par leurs employés et sous quelque forme que ce soit"*.

Il s'agit de la responsabilité de bonne exécution.

Il s'agit en fait d'une reprise du troisième alinéa de l'article 8-2 de la loi de 1885 sur les marchés à terme qui dispose que les personnes habilitées à participer à la compensation de contrats à terme ou à produire des ordres d'opérations sur les contrats à terme de marchandises et à en rechercher la contrepartie *"sont également responsables de l'exécution des ordres d'opérations qu'elles reçoivent, que ces ordres soient recueillis, sous quelque forme que ce soit, par elles mêmes, par leurs agents ou par leurs employés."*

On observera que l'exécution de l'ordre est liée à la négociation et non à la compensation. C'est tout le sens de la segmentation des métiers mis en place par le CBV.

Dès lors cette disposition doit être logiquement rattachée aux dispositions relatives aux marchés réglementés.

II. POSITION DE LA COMMISSION

Votre commission vous demande d'adopter une nouvelle rédaction du paragraphe I cet article et de le déplacer dans la section relative aux dispositions communes à toutes les chambres de compensation.

Elle vous demande également de déplacer le paragraphe II dans la mesure où la responsabilité d'exécution ne concerne que les seuls membres négociateurs. Sa place n'est donc pas dans un chapitre relatif à la compensation et doit être insérée dans les dispositions générales applicables aux membres des marchés (article additionnel après l'article 23).

Pour ces raisons, elle vous demande de supprimer cet article et d'en transférer le contenu normatif dans la section réservée aux dispositions communes à toutes les chambres de compensation.

Décision de la commission : votre commission, vous propose de modifier le paragraphe I de cet article et de reprendre le paragraphe II dans un article additionnel après l'article 24.

Article 31

Procédure collective à l'encontre des adhérents compensateurs

Commentaire : cet article a pour objet d'apporter une réponse au problème du règlement des transactions d'un intermédiaire en liquidation. Il prévoit en ce sens de donner d'importants pouvoirs aux chambres de négociations afin, d'une part, qu'elles puissent transférer les fonds destinés à couvrir les négociations et, d'autre part, leur permettre de lever le secret professionnel que pourraient leur opposer les adhérents compensateurs.

I. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

Le **paragraphe I** de cet article prévoit qu'en cas d'ouverture d'une procédure collective à l'encontre d'un adhérent d'une chambre de compensation, celle-ci peut transférer les sommes destinées à garantir les transactions de cet adhérent chez un autre adhérent, que ces sommes se trouvent chez elle ou auprès de l'adhérent défaillant.

Le **paragraphe II** prévoit que les adhérents compensateurs ne peuvent opposer le secret professionnel aux demandes formulées par la chambre de compensation, aux fins d'assurer la surveillance des positions et la solvabilité des donneurs d'ordres.

II. POSITION DE LA COMMISSION

Votre commission vous propose d'adopter cet article sous réserve d'une précision tendant à ne pas limiter, conformément au droit actuel, les pouvoirs en question de la chambre de compensation aux seuls cas d'ouverture d'une procédure collective.

Décision de la commission : votre commission vous demande d'adopter cet article sous réserve d'un amendement de précision.

Article 32

Compensation des opérations à terme

Commentaire : cet article résulte en partie d'une reprise de l'article 2 de la loi de 1885 sur les marchés à terme qui donne une base légale à la compensation des opérations à terme.

I. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

Il convient de souligner que le champ d'application de cet article, dont les trois premiers alinéas sont repris de l'article 2 de la loi de 1885 n'est pas limité :

- d'une part, aux seuls marchés réglementés ;
- d'autre part, aux dispositifs de compensation de ces marchés.

Comme sa rédaction l'indique, il est en effet destiné à viser toutes les opérations à terme. Dès lors, son insertion dans une section : "dispositifs de compensation" figurant dans un chapitre intitulé : "les marchés réglementés", ne paraît pas opportune.

Il serait donc souhaitable de l'inclure dans un chapitre spécifique relatif aux opérations.

Par ailleurs, son extension à l'ensemble des instruments financiers devrait être utilement considérée.

En outre, il serait sans doute souhaitable de dissocier les trois premiers alinéas des deux suivants.

Dans la droite ligne des observations déjà effectuées, votre commission ne vous proposera pas de déplacer cet article. Toutefois, elle émet le vœu que ses observations soient prises en compte par le projet de codification qui devrait être examiné prochainement par le Parlement.

Ces observations étant faites, on rappellera que l'article 2 de la loi de 1885 a été introduit par la loi n° 93-1444 du 31 décembre 1993 portant diverses dispositions relatives à la Banque de France, à l'assurance, au crédit et aux marchés financiers.¹

Cet article poursuivait deux objectifs :

- 1. Fonder légalement les opérations sur les marchés de gré à gré, notamment en cas de déclenchement d'une procédure collective.**
- 2. Rendre opposables les clauses de déchéance du terme.**

Le rapport de la commission des finances au moment de la création de cet article met en évidence qu'il n'existe, en la matière, aucune spécificité des opérations sur contrats à terme par rapport aux opérations sur les autres instruments financiers justifiant que les modifications emportées par le présent projet de loi ne soit pas l'occasion d'étendre le bénéfice de cette disposition.

En effet, par rapport aux dispositions collectives, les mêmes difficultés peuvent se rencontrer s'agissant d'opérations sur valeurs mobilières ou titres de créance négociables.

II. POSITION DE LA COMMISSION

Sous les réserves exprimées quant à la place de cet article, votre commission vous demande d'adopter le principe de cet article.

Elle vous proposera toutefois d'adopter :

- d'une part, quelques modifications formelles de cohérence avec les demandes effectuées par ailleurs ;
- d'autre part, d'étendre le bénéfice de la compensation, actuellement limitée aux seules opérations à terme, à l'ensemble des opérations sur instruments financiers.

Décision de la commission : votre commission vous demande de modifier cet article conformément aux observations ci-dessus énoncées.

¹ Voir Rapport Sénat, n° 88 1993-1994

TITRE III

LES OBLIGATIONS ET LE CONTRÔLE DES PRESTATAIRES DE SERVICES D'INVESTISSEMENT

CHAPITRE PREMIER

OBLIGATIONS DES PRESTATAIRES DE SERVICES D'INVESTISSEMENT

Il convient d'observer que ces obligations pourraient être insérées dans la même division que celle définissant les prestataires d'investissement, tant elles sont consubstantielles du statut auxquelles elles se rattachent et qu'elles contribuent à définir.

Pour les raisons précédemment indiquées, votre commission ne vous proposera pas de modifications de structure, mais souhaite que ses observations soient prises en compte lorsque la présente loi sera intégrée dans le projet de code monétaire et financier, actuellement en cours d'élaboration.

Section 1

Normes de gestion

[Division et intitulé nouveaux]

Article 33

Obligations "prudentielles" des entreprises d'investissement

Commentaire : cet article a pour objet, d'une part, de soumettre les entreprises d'investissement à des règles "prudentielles" et, d'autre part, à donner compétence au Comité de la réglementation bancaire, pour l'élaboration de ces règles.

I. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

Le présent article prévoit :

- d'une part que **les entreprises d'investissement doivent observer certaines** normes destinées à "*garantir leur liquidité, leur solvabilité et l'équilibre de leur structure financière*" (i.e. les "règles prudentielles") ;
- d'autre part que ces normes sont fixées par le **Comité de la réglementation bancaire (CRB)**.

Il doit être relié dans son dispositif aux paragraphes I et IX de l'article 59 qui prévoient de modifier l'article 33 de la loi bancaire afin de donner compétence au Comité de la réglementation bancaire sur les entreprises d'investissement.

Il convient de rappeler que les règles prudentielles sont les mêmes concernant les entreprises d'investissement et les établissements de crédit. Ceci est hautement souhaitable pour des raisons d'égalité des conditions de concurrence et d'égale protection des investisseurs et résulte, au demeurant, des dispositions de la directive sur l'adéquation des fonds propres.

II. POSITION DE LA COMMISSION

Votre commission vous **demande d'adopter le présent article** sous réserve de l'adoption de la modification de la composition et du titre du Comité de la réglementation bancaire (voir le commentaire de l'article additionnel avant l'article 9).

Toutefois, les précisions suivantes s'imposent :

1) **Les règles prudentielles s'appliquent** non seulement aux entreprises d'investissement, mais aussi aux établissements de crédit lorsqu'ils fournissent des services d'investissement, c'est à dire, **à l'ensemble des prestataires de services d'investissement** ;

En effet, s'il est évident que **les règles prudentielles doivent être les mêmes concernant les entreprises d'investissement et les établissements de crédit**, dès lors qu'ils exercent des services d'investissement, il n'est pas évident que ces règles soient les mêmes pour les établissements de crédit, selon qu'ils exercent des opérations de banque ou des services d'investissement, notamment pour tout ce qui concerne les aspects non capitalistiques (systèmes de sécurité...).

2) **Il semble essentiel que la loi soit tout à fait explicite quant au principe de la pondération de l'exigence en capital par la nature du métier et des risques qu'il fait courir aux tiers.**

Pour cette raison votre commission vous demandera, d'insérer, par la voie d'un article additionnel, après l'article 44, ce principe dans un article distinct de l'article 33 de la loi bancaire.

2) que les règles prudentielles concernent, *notamment*, la liquidité, la solvabilité et l'équilibre de la structure financière, mais aussi d'autres normes définies à l'article 33 de la loi bancaire et en particulier "*les règles applicables à l'organisation comptable, aux mécanismes de contrôle et de sécurité dans le domaine informatique ainsi que les procédures de contrôle interne*" pour lesquelles le CRB se voit reconnaître une compétence nouvelle (article 59 IX du projet de loi), sans pour autant qu'il soit clairement établi que cette compétence s'appliquera également aux entreprises d'investissement.

Il est donc nécessaire de reconstituer l'intégralité du bloc Prudenciel au profit de l'autorité chargée de la réglementation Prudencielle.

3) que les règles prudentielles doivent respecter des ratios de division et de couverture des risques et, surtout, qu'elles sont sanctionnées par la Commission bancaire, dans les conditions définies à l'article 45 de la loi bancaire.

Décision de la commission : votre commission vous demande d'insérer dans le projet de loi cet article afin de tenir compte des observations ci-dessus énoncées.

Article additionnel après l'article 33

**Pouvoirs de réglementation du Comité de la réglementation
financière en matière prudentielle**

Commentaire : le présent article additionnel a pour objet de préciser les pouvoirs du Comité de la réglementation financière en matière prudentielle.

Le projet de loi prévoit de modifier par référence l'article 33 de la loi bancaire qui établit les compétences du Comité de la réglementation bancaire afin de l'étendre aux entreprises d'investissement (article 59 paragraphes I et IX).

Or cette extension pose problème dans la mesure où, s'agissant des établissements de crédit qui limitent leurs activités aux opérations de banque, le CRB dispose d'une compétence de principe. En revanche, en matière financière, ses compétences risquent de venir heurter celles dont le CMF dispose en matière de règles de bonne conduite. Il est donc important d'attribuer explicitement dans la loi les compétences respectives des deux autorités.

C'est l'objet du présent article.

Décision de la commission : votre commission vous demande d'adopter le présent article additionnel.

Article additionnel après l'article 33

Accès des entreprises d'investissement aux marchés interbancaires

Commentaire : le présent article additionnel a pour objet d'ouvrir la possibilité aux entreprises d'investissement d'accéder aux marchés interbancaires dans des conditions définies par le Comité de la réglementation financière.

Cet article doit être rapproché de l'article additionnel que votre commission vous propose d'insérer après l'article 10, qui prévoit le transfert du statut des maisons de titres dans la catégorie des entreprises d'investissement.

Il est en effet indispensable que les entreprises d'investissement, comme les maisons de titres actuellement, puissent bénéficier de l'accès au marché interbancaire. Faute de quoi, les droits accordés en vertu de la présente loi, relatifs à l'activité de placement ou à celle de prise ferme, risquent fort de n'être que des droits virtuels.

Votre commission vous demande d'adopter les deux dispositions suivantes :

1) Il convient, d'une part, de modifier le deuxième alinéa du paragraphe III de **l'article 19 de la loi du 26 juillet 1991** portant diverses dispositions d'ordre économique et financier. En effet, cet article autorise, dans des conditions définies par le Comité de la réglementation bancaire, les établissements de crédit à émettre des certificats de dépôt ou des bons des institutions financières spécialisées.

C'est, en d'autres termes, la possibilité d'émettre sur le marché monétaire.

Il est vrai que les entreprises d'investissement auraient toujours pu, sur le fondement du troisième alinéa de ce même paragraphe, émettre des billets de trésorerie (ce que font les banques étrangères non reconnues comme telles par notre législation). Mais il convient de ne pas mélanger les genres et de bien faire comprendre que le statut d'entreprise d'investissement de plein exercice, doit être égal, en droits et en dignité, à celui des établissements de crédit exerçant des services d'investissement.

2) Il convient, d'autre part, de **permettre aux entreprises d'investissement d'accéder au marché interbancaire *stricto sensu***.

La tâche sur ce point n'est guère facile, puisque la définition de ce marché n'existe pas dans la loi, mais dans le règlement du CRB.

A cet égard, on notera que, d'un strict point de vue juridique, la distinction précise des deux marchés n'est pas évidente. Par exemple, la table des matières du "*recueil des textes relatifs à l'exercice des activités bancaires*" établi sous le double timbre de la Banque de France et du Comité de la réglementation bancaire, renvoie sous la même rubrique : "Marché monétaire (interbancaire)"¹. On notera, toujours à ce sujet, que sous la rubrique : "organisation du marché monétaire" figure des dispositions relatives au marché interbancaire et aux titres de créances négociables².

En revanche, on rappelle que, d'un point de vue économique la différence entre les deux marchés est assez aisée à établir : le marché interbancaire est le marché de l'argent à très court terme (jour le jour) et le marché monétaire est le marché de l'argent à court terme. Le marché interbancaire est donc un compartiment plus restreint du marché monétaire, auquel seuls les établissements de crédit et d'autres personnes morales définies par les règlements du CRB ont accès.

Si bien que votre commission vous demande de modifier les articles 30 et 33 de la loi bancaire (voir commentaire de l'article 33 du présent projet) sur lesquels sont fondés les pouvoirs de réglementation du CRB en matière d'accès au marché interbancaire (voir sur ce point les visas des deux règlements cités en note), afin de permettre l'accès des entreprises d'investissement aux marchés interbancaires.

Décision de la commission : votre commission vous demande d'adopter le présent article additionnel.

¹ *Edition 1995 p. 632.*

² *Recueil précité p. 155 : règlement n° 85-17 du 17 décembre 1985 du CRB relatif au marché interbancaire et règlement n° 86-18 du 24 novembre 1986 du CRB relatif aux organismes autorisés à intervenir temporairement sur le marché interbancaire et p. 156 loi de 1991 précitée.*

Section 2

Obligations comptables et déclaration

[Division et intitulé nouveaux]

Article additionnel après l'article 33

Obligations comptables et déclaratives des entreprises d'investissement

Commentaire : le présent article additionnel a pour objet de soumettre les entreprises d'investissement aux mêmes obligations comptables et déclaratives que les établissements de crédit.

Votre commission vous demande de soumettre aux mêmes obligations comptables et déclaratives les entreprises d'investissement et les établissements de crédit.

Décision de la commission : votre commission vous demande d'adopter le présent article additionnel.

Section 3

Règles de bonne conduite

[Division et intitulé nouveaux]

Article 34

Obligations "déontologiques" des entreprises d'investissement

Commentaire : cet article fixe les règles déontologiques d'intérêt général auxquelles sont soumis les prestataires de services d'investissement.

I. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

La rédaction de cet article est très proche de l'article 90^e de la proposition de loi, à cette différence près qu'il organise, en matière de gestion, le chevauchement des compétences entre la COB, autorité de tutelle des SGP et le CMF autorité de contrôle des entreprises d'investissement.

Il brise ce faisant la règle : un métier - une règle - une autorité.

Or, soit les règles seront communes et la séparation ne sert à rien. Soit elles seront différentes et l'on aura une gestion à deux vitesses : la gestion réservée aux investisseurs fortunés effectuée par les SGP et la gestion de masse au sein des banques.

Il semble donc nécessaire de poser le principe de l'unicité des règles et des compétences, conformément aux propositions faites par votre commission en matière d'agrément.

En effet, le partage des compétences, en matière de règles de bonne conduite, entre la COB et le CMF doit s'établir non pas de façon fonctionnelle (à la COB la protection des investisseurs, au CMF le contrôle des intermédiaires) mais par bloc (à la COB, la réglementation et le contrôle des gestionnaires ; au CMF la réglementation et le contrôle des négociateurs sur les marchés primaire et secondaire). (voir sur ce point exposé général)

II. POSITION DE LA COMMISSION

Votre commission vous propose une nouvelle rédaction du premier alinéa de cet article afin de clarifier et d'unifier le partage des compétences entre la COB et le CMF.

En revanche, elle ne vous proposera aucune modification quant au contenu de ces obligations qui semblent définies avec toute la précision nécessaire par le projet de loi.

Décision de la commission : votre commission vous demande de modifier cet article.

Article additionnel après l'article 34

Obligation de ducroire

Commentaire : le présent article additionnel pose le principe de l'obligation de ducroire pour les prestataires de services d'investissement agréés pour exercer la transmission d'ordres et la négociation pour compte de tiers (voir supra le commentaire de l'article 30).

L'obligation de ducroire qui assure la sécurité des transactions effectuées par un intermédiaire auprès d'un prestataire de services d'investissement doit être le principe (premier alinéa du paragraphe II de l'article 5 du présent projet de loi).

Toutefois, il est nécessaire de prévoir la possibilité de déroger à cette règle pour certains intermédiaires (courtiers non-ducroire ; par exemple les agents des marchés interbancaires) ou sur certains marchés (marchés organisés sur lesquels la chambre de compensation n'imposerait pas l'obligation de ducroire : voir commentaire de l'article additionnel après l'article 28).

Décision de la commission : votre commission vous propose d'adopter le présent article additionnel.

Article 35

Régime des opérations des salariés d'un prestataire de services d'investissement

Commentaire : cet article impose aux prestataires de services d'investissement l'obligation de prévoir dans son règlement intérieur les conditions dans lesquelles ses salariés peuvent effectuer des opérations pour compte propre et en informer leur employeur, ainsi que les obligations qui s'imposent à ces mêmes salariés afin d'éviter la diffusion d'informations confidentielles.

I. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

Cet article prévoit que tout prestataire de services d'investissement énonce dans son règlement intérieur :

- les conditions dans lesquelles les salariés peuvent effectuer, pour leur propre compte, des négociations sur instruments financiers ;
- les conditions dans lesquelles les salariés doivent en informer leur employeur ;
- les obligations qui s'imposent à eux en vue d'éviter la diffusion, sans motif légitime d'informations confidentielles.

La proposition de loi renvoyait au CMF, le soin de définir le régime des opérations personnelles des salariés de l'entreprise (article 27 2°).

II. POSITION DE LA COMMISSION

Votre commission vous propose d'adopter cet article, sous réserve, d'une part, d'une modification de coordination et, d'autre part, d'un élargissement de cette condition à tous les membres des marchés réglementés, même lorsqu'ils n'ont pas la qualité de prestataire de services d'investissement.

Décision de la commission : votre commission vous demande d'adopter cet article, sous réserve des modifications ci-dessus proposées.

Article 36

Fonds de garantie

Commentaire : cet article prévoit que tous les prestataires de services d'investissement sont tenus d'adhérer à un fonds d'indemnisation et de garantie dont ils sont tenus d'indiquer l'identité aux investisseurs, avant d'entrer en relation d'affaires avec eux. Par ailleurs, il donne compétence au CMF pour vérifier que les fonds de garantie et d'indemnité sont conformes aux règles qu'il aura lui-même établies.

Il convient néanmoins de rappeler qu'une directive "*garantie des investisseurs*" est en cours d'élaboration par la Commission de Bruxelles et qu'une "**position commune**" a d'ores et déjà été arrêtée.

La nécessité de prévoir plusieurs fonds d'indemnisation, tient fondamentalement à l'abolition du monopole des sociétés de bourse et, accessoirement, à la distinction qu'il faudra établir quant à la responsabilité des gestionnaires et celle des négociateurs.

Votre commission vous propose d'adopter cet article, en y apportant toutefois quelques modifications de coordination.

Décision de la commission : votre commission vous demande d'adopter cet article ainsi modifié.

Article 37

Protection des investisseurs

Commentaire : cet article impose aux prestataires de services d'investissement de protéger les droits de propriété des investisseurs sur les titres confiés en dépôt et leur interdit, sauf accord explicite des investisseurs, d'utiliser ces titres pour leur propre compte. Il prévoit également que les entreprises d'investissement ne pourront en aucun cas utiliser les fonds déposés auprès d'elles par leurs clients. Enfin, il attribue compétence spéciale au CMF pour fixer les conditions d'enregistrement des opérations.

I. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

Le **paragraphe I** traite le problème de la protection des titres. Il prévoit :

- d'une part, que les prestataires de services d'investissement protègent les droits de propriété des investisseurs sur les titres dont ils assurent la tenue de compte ;

- d'autre part, qu'ils ne peuvent utiliser ces titres pour leur propre compte qu'avec le consentement explicite de l'investisseur ("tirage sur la masse").

On observera le caractère imprécis de la notion de "protection des droits de propriété des investisseurs", reprise de la directive. S'agit-il d'assurer la ségrégation des comptes de titres, telle que la posait l'article 94 de la proposition de loi ?

Par ailleurs, il conviendrait mieux de parler d'instruments financiers que de titres.

Le **paragraphe II** traite du problème de la protection des fonds. Il prévoit que les entreprises d'investissement ne peuvent en aucun cas utiliser pour leur propre compte les fonds déposés auprès d'elles par leurs clients.

Le **paragraphe III** prévoit que le CMF ait compétence pour fixer les conditions dans lesquelles sont enregistrées les opérations des prestataires de services d'investissement.

Il doit être rapproché du 4° de l'article 28 de la proposition de loi qui prévoyait que le règlement particulier du CMF fixe, pour chaque marché réglementé, les règles relatives à l'enregistrement des opérations, ainsi que celles relatives à la forme et aux délais précis dans lesquels les entreprises d'investissement et les établissements de crédit doivent fournir les informations prévues par la directive.

II. POSITION DE LA COMMISSION

Votre commission vous propose d'adopter cet article, sous réserve de modifications de coordination.

Décision de la commission : votre commission vous demande d'adopter cet article ainsi modifié.

Article 38

Obligations spécifiques aux gestionnaires de portefeuille

Commentaire : cet article prévoit les obligations spécifiques qui s'imposent aux entreprises d'investissement exerçant le métier d'entreprises d'investissement : obligation d'une convention écrite et règles déontologiques.

I. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

Le **paragraphe I** de cet article prévoit que les prestataires de services d'investissement ne peuvent assurer la "*gestion des sommes valeurs ou effets de la clientèle qu'en vertu d'une convention écrite*".

Il s'agit de la reprise de l'obligation posée à l'article 20 de la loi boursière et qui serait étendue à l'ensemble des gestionnaires d'instruments financiers, qu'ils exercent leur activité au sein d'une société de gestion de portefeuille de l'article 23 de la loi de 1988, ou au sein d'une banque.

Sur la forme on peut observer, d'une part, qu'il vaudrait mieux viser le métier défini au d) de l'article 2 et, d'autre part, viser les instruments financiers dans leur généralité plutôt que "les sommes, valeurs ou effets" qui se réfèrent à l'ancienne terminologie de la loi boursière et laissent de côté, par exemple, les contrats à terme.

Le **paragraphe II** reprend partiellement l'article 96 de la proposition qui constituait une innovation dans notre droit financier. Il pose deux règles déontologiques qui sont :

1° l'obligation de s'abstenir de toute initiative qui aurait pour objet ou pour effet de privilégier leurs intérêts propres (ceux des actionnaires, propriétaires ou sociétaires) au détriment des intérêts des investisseurs qui sont les clients de l'entreprise.

2° l'obligation de conserver, dans leur activité de gestion, leur autonomie de décision, afin de faire prévaloir dans tous les cas les intérêts de leurs clients.

Deux observations s'imposent :

En premier lieu, il convient de noter que les obligations définies par le paragraphe II ne s'imposent pas aux établissements de crédit. Ceci n'est pas acceptable en l'état : sauf à vouloir instituer une gestion à deux vitesses, les obligations posées par cet article doivent s'imposer à tous ou à personne.

D'autre part, la troisième obligation posée par l'article 96 de la proposition n'a pas été reprise. Il s'agissait en l'occurrence d'imposer aux entreprises d'investissement de mettre en place des structures internes autonomes permettant d'assurer l'indépendance spécifique de cette activité par rapport aux autres.

II. POSITION DE LA COMMISSION

Cet article doit être modifié afin de préciser que les obligations déontologiques s'imposent aussi aux établissements de crédit et de poser également la troisième obligation déontologique qui était prévue par la directive et qui n'a pas été reprise.

Décision de la commission : votre commission vous demande de modifier cet article afin d'étendre les obligations posées pour les gestionnaires à l'ensemble des prestataires de services d'investissement.

Article additionnel après l'article 38

Obligations spécifiques aux sociétés de gestion de portefeuille

Commentaire : le présent article additionnel reprend les dispositions de l'article 24 de la loi du 23 décembre 1989, qui pose certaines interdictions relatives aux sociétés de gestion de portefeuille.

Pour assurer plus de lisibilité à la loi, votre commission estime préférable de reprendre cet article en loi financière.

Décision de la commission : votre commission vous demande d'adopter le présent article additionnel.

Article 39

Obligations statistiques

Commentaire : cet article pose le principe de l'obligation statistique pour les entreprises d'investissement et les établissements de crédit de fournir à la Banque de France, les informations nécessaires à l'élaboration des statistiques monétaires.

Cet article reprend des dispositions inspirées de l'article 21 de la loi boursière en les étendant aux entreprises de marché et aux chambres de compensation.

Il ne soulève aucun problème particulier et votre commission vous demande de l'adopter sous réserve de procéder à certaines coordinations de forme.

Décision de la commission : votre commission vous demande d'adopter cet article ainsi modifié.

CHAPITRE II

LE CONTRÔLE DES PRESTATAIRES DE SERVICES D'INVESTISSEMENT

Contrairement à ce qu'indique son intitulé, on remarquera que les dispositions de ce chapitre ne concernent pas les seuls prestataires de services d'investissement mais aussi les entreprises de marché et les chambres de compensation.

Par ailleurs, il serait souhaitable d'introduire des divisions pour différencier le contrôle du CMF de celui de la Commission bancaire.

Section 1

Compétences de contrôle du Conseil des marchés financiers

[Division et intitulé nouveaux]

Article 40

Contrôle du CMF sur les entreprises d'investissement

Commentaire : cet article pose le principe de la compétence du CMF pour exercer le contrôle des lois, règlements et obligations professionnelles applicables aux marchés financiers et aux prestataires de services d'investissement. Il prévoit également que le CMF pourra se faire assister par les entreprises de marché. Enfin il prévoit que le secret professionnel ne pourra être opposé au CMF.

I. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

A. LE CONTRÔLE

1. Etendue du contrôle des règles de bonne conduite

Le **paragraphe I** prévoit que le CMF contrôle le respect des lois, règlements et obligations professionnelles applicables aux marchés réglementés, aux entreprises de marché et aux chambres de compensation, ainsi qu'aux membres des marchés réglementés et aux adhérents des chambres de compensation.

Il réserve toutefois la compétence expresse de la Commission bancaire en matière de respect par les entreprises d'investissement et les établissements de crédit des normes de liquidité, de solvabilité et d'équilibre de leur structure financière.

Quatre observations doivent être faites sur ce paragraphe :

1) La rédaction de cet article semble quelque peu maladroite

En effet, une lecture rapide de cet article pourrait conduire à penser que le CMF ne peut contrôler, d'une part, que les marchés réglementés et, d'autre part, les membres de ces marchés.

Or, on ne saurait trop rappeler que la différence entre un marché de gré à gré et un marché réglementé ne tient pas au contrôle des intermédiaires, qui est censé avoir lieu dans tous les cas, mais au contrôle des opérations, qui n'a lieu que sur les marchés réglementés.

Dans ces conditions, restreindre le contrôle déontologique aux seuls marchés réglementés, reviendrait à nier la différence entre les marchés de gré à gré et les marchés réglementés et organiserait une faille considérable dans le contrôle.

2) Il apparaît, en revanche, nécessaire de limiter le contrôle des règles de bonne conduite aux seuls cas où la prestation de services d'investissement est fournie en France, faute de quoi, le présent article ne respecterait pas le partage des compétences entre Etats membres d'origine et Etats membres d'accueil établi par la directive.

3) Il ne paraît pas nécessaire de préciser que le contrôle de la Commission bancaire ne concerne que la liquidité, la solvabilité et l'équilibre de la structure financière.

Cette précision s'impose d'autant moins que les contrôles de la commission bancaire auront pour base "*les dispositions législatives et réglementaires applicables*" aux entreprises d'investissement (article 44), ce qui renvoie en particulier à la réglementation du comité de la réglementation bancaire qui ne concerne pas seulement le triptyque : liquidité, solvabilité et structure financière (cf. commentaire sous article 34).

4) Si l'on admet opportun de réserver la compétence de la Commission bancaire, en matière de contrôle prudentiel, il apparaît alors tout aussi opportun de réserver la compétence de la Commission des opérations de bourse en matière de contrôle des gestionnaires.

2. Possibilité de recourir à l'assistance des entreprises de marché

Le deuxième alinéa du paragraphe I prévoit que : "pour le contrôle de l'activité des membres des marchés réglementés, le CMF peut se faire assister par les entreprises de marché".

On observera à cet égard que la notion d'assistanat n'est pas juridiquement très précise.

Or, la question de savoir si le CMF disposera d'un corps de contrôle propre ou devra s'en remettre aux entreprises de marché est une

question fondamentale pour l'avenir de la sécurité de la place. Question qu'il convient néanmoins d'aborder avec beaucoup de pragmatisme.

Il doit être clair, tout d'abord, que le Conseil des marchés financiers n'a pas vocation à devenir une administration pesante et à superposer aux corps contrôles déjà existants (COB, CB) un corps de contrôle supplémentaire, spécifiquement dédié au contrôle des règles de bonne conduite.

Sa vocation est davantage d'être à l'écoute des marchés et de centraliser les informations transmises par les autres instances de contrôle (article 41) afin de décider, le cas échéant, de sanctionner.

De ce point de vue, "l'assistance" des entreprises de marché est une contribution précieuse qu'il est nécessaire de prendre en compte.

En effet, qui mieux que l'organisateur du marché, placé au coeur même de l'activité quotidienne du marché, peut avoir la compétence et la disponibilité pour contrôler la conduite des prestataires de services d'investissement ?

Pourquoi dans ces conditions ne pas prévoir, comme le faisait la proposition de loi, que l'autorité professionnelle puisse déléguer l'activité de contrôle, si elle le souhaite, aux entreprises de marché ? Leurs intérêts en la matière sont convergents et la notion de délégation est suffisamment précise en droit pour pouvoir encadrer cette "assistance".

Bien entendu, il doit être clair que cette délégation ne s'étend pas au pouvoir de sanction qui doit rester de la seule compétence de l'autorité professionnelle.

En outre, il doit être clairement entendu que les entreprises de marché sont, elles-mêmes, soumises au contrôle du CMF.

On observera, toujours au sujet du contrôle des marchés réglementés, qu'il est assez curieux que le projet prévoie l'assistance des entreprises de marché et pas celle des chambres de compensation.

Ces observations étant faites, **le problème reste entier s'agissant des marchés de gré à gré.**

De ce point de vue, il doit être envisagé que le CMF se dote d'un minimum de contrôleurs dédiés spécifiquement au contrôle de ces marchés. Cette disposition ne relève pas de la loi.

Néanmoins, la loi pourrait prévoir que, pour le contrôle des marchés de gré à gré, le CMF puisse solliciter le concours des corps de contrôle extérieurs, qu'il s'agisse de corps de contrôle d'autorités publiques ou d'auditeurs privés.

B. L'INOPPOSABILITÉ DU SECRET PROFESSIONNEL

Le **paragraphe II** prévoit que le secret professionnel n'est pas opposable au CMF dans le cadre des contrôles qu'il effectue.

Il pose également le principe du secret professionnel pour les personnes qui participent aux contrôles du CMF, à l'exception toutefois de l'autorité judiciaire.

II. POSITION DE LA COMMISSION

Votre commission vous demande de modifier la rédaction du paragraphe I afin :

1. d'établir de façon plus claire la compétence de contrôle des règles de bonne conduite du CMF, à l'ensemble des prestataires de services d'investissement, que ceux-ci agissent sur un marché réglementé ou non, ainsi qu'aux entreprises de marché et aux chambres de compensation ;
2. de rappeler que le contrôle des règles de bonne conduite ne s'exerce que dans la mesure où la prestation de services d'investissement est fournie en France ;
3. de supprimer le rappel des compétences de la commission bancaire. Ce rappel pourrait en effet être entendu comme une limitation des compétences que cet organisme aurait naturellement vocation à exercer sur la base de la réglementation établie par le Comité de la réglementation bancaire ;
4. de rappeler la compétence de la COB, s'agissant des gestionnaires pour compte de tiers ;
5. de prévoir que le CMF peut déléguer le contrôle aux entreprises de marché et aux chambres de compensation ;
6. de prévoir, s'agissant des marchés de gré à gré, qu'il peut solliciter le concours des corps de contrôle extérieurs.

Par coordination avec ces propositions, votre commission vous demande de préciser, au paragraphe II, que le secret professionnel n'est pas opposable aux chambres de compensation, lorsqu'elles assistent, par délégation, le CMF.

Décision de la commission : votre commission vous demande de modifier le paragraphe I de cet article et, par coordination, le paragraphe II.

Article 41

Coopération entre les autorités de contrôle national

Commentaire : le présent article instaure la coopération entre les différentes autorités de contrôle en les autorisant à se communiquer les renseignements nécessaires à l'accomplissement de leurs missions respectives.

Cet article permet de respecter l'article 23 de la directive dont le rappel est assez intéressant concernant le cas français :

"1. Lorsqu'il y a plusieurs autorités compétentes dans le même Etat membre, elles collaborent étroitement dans la surveillance des activités des entreprises d'investissement qui opèrent dans cet Etat membre.

"2. Les Etats membres veillent à ce qu'une telle collaboration s'instaure entre ces autorités compétentes et les autorités publiques chargées de surveiller les marchés financiers, les établissements de crédit et autres établissements financiers, et les entreprises d'assurance, en ce qui concerne les organismes surveillés par ces différentes autorités.

Il ne semble pas soulever de difficultés particulières, mais appelle toutefois quelques légères modifications de coordination.

Décision de la commission : votre commission vous demande d'adopter cet article, sous réserve de modifications de coordination.

Article 42

Pouvoir de sanction du CMF

Commentaire : le présent article prévoit, d'une part, que le CMF peut mettre en garde l'entreprise d'investissement ou l'établissement de crédit qui a manqué aux règles déontologiques et, d'autre part, qu'il peut prendre en cas d'urgence les mesures conservatoires nécessaires pour protéger les intérêts des personnes auxquels les services d'investissement sont fournis. Il prévoit également que le cas échéant, le CMF informe dans les plus brefs délais la Commission européenne et les autorités compétentes des autres Etats membres.

L'intérêt de cet article n'apparaît pas de façon évidente.

S'agit-il de préciser qu'avant de prendre une sanction le CMF met en mesure les dirigeants du prestataire de services d'investissement de présenter leur défense ? Mais la dernière phrase du deuxième alinéa de l'article 43 prévoit lui aussi qu'aucune sanction ne puisse être prononcée sans que le représentant légal de celui qui a commis l'infraction ne soit entendu ou appelé.

En réalité, le concept de "*mise en garde*" est repris de la DSI. Dès lors, soit celle-ci ne se confond pas avec la procédure disciplinaire, soit il y a double emploi de cette procédure avec l'article 43.

Par ailleurs la notion de "*mesures conservatoires nécessaires pour protéger les intérêts des autres personnes auxquelles les services d'investissement sont fournis*" est particulièrement floue. Ces mesures vont-elles jusqu'à suspendre l'activité du prestataire d'investissement ? Mais cette sanction est prévue par le troisième alinéa de l'article 43.

En réalité, il semble que cet article vise à transposer les dispositions de l'article 19 de la directive (points 3 à 6) qui prévoient les modalités selon lesquelles un prestataire de services d'investissement peut être contrôlé et sanctionné par l'Etat membre d'accueil.

Décision de la commission : votre commission vous demande d'adopter cet article sous réserve de modifications de coordination.

Article 43

Sanctions applicables aux entreprises d'investissement et aux personnes placées sous leur autorité

Commentaire : cet article prévoit les sanctions que le CMF pourra prendre tant à l'égard des prestataires en services d'investissement que des personnes placées sous leur autorité. Il prévoit également la possibilité pour le CMF de rendre publiques les décisions qu'il prend.

On observera à titre préliminaire qu'il eut été souhaitable de distinguer les deux paragraphes de cet article en deux articles distincts.

I. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

A. SANCTIONS APPLICABLES AUX PERSONNES MORALES

Le **paragraphe I** prévoit les sanctions disciplinaires applicables aux entreprises d'investissement, aux établissements de crédit aux entreprises de marché et aux chambres de compensation.

Il prévoit que le CMF puisse agir à la demande des commissaires du Gouvernement, du Président de la COB, du Gouverneur de la Banque de France, du Président de la Commission bancaire ou de l'entreprise de marché.

Les décisions doivent être motivées et le représentant légal du prestataire de services d'investissement, de l'entreprise de marché ou de la chambre de compensation doit avoir été dûment entendu.

Les sanctions sont :

- 1° l'avertissement ;
- 2° le blâme ;
- 3° l'interdiction à titre temporaire ou définitif de tout ou partie des services d'investissement autorisés ;

Ces interdictions emportent, selon le cas, suspension ou retrait de l'autorisation du CMF pour le service concerné.

Le CMF peut également infliger des sanctions pécuniaires dont le montant ne peut excéder le décuple du montant des profits éventuellement réalisés du fait des opérations qui motivent ces sanctions. Les sommes sont versées au fonds de garantie concerné par l'opération ou, à défaut, au Trésor Public.

Enfin, il est prévu que la Commission bancaire et le comité des établissements de crédit soient informés de toute mesure d'interdiction à titre temporaire ou définitif des activités.

On observera sur ce paragraphe :

- 1) **Les chambres de compensation et de garantie ne sont pas, contrairement aux entreprises de marché, habilitées à demander au CMF de prendre des sanctions.** Il s'agit vraisemblablement d'une omission qui doit être corrigée.
- 2) Les membres des marchés réglementés qui ne seraient pas des entreprises d'investissement ou des établissements de crédit ne semblent pas visés par cette rédaction.
- 3) Par ailleurs, la gamme des sanctions n'est pas, volontairement, aussi complète que celle de la loi bancaire.
- 4) **L'absence de plafond** pour le montant des sanctions pécuniaires **risque d'interdire au CMF de prendre une telle sanction lorsqu'il y a absence de profits.** Cette situation n'étant pas opportune, il convient de réintroduire l'alternative entre le plafond prévu par le projet et celui de 5 millions de francs prévu actuellement dans la loi de 1988 et dans la proposition de loi (article 31, avant dernier alinéa).
- 5) Par ailleurs, la **sanction n'étant pas nécessairement prise au titre d'une opération, la rédaction qui subordonne le versement au fonds de garantie "concerné par l'opération" ne paraît pas optimale.** Il conviendrait de lui subordonner la notion de "fonds de garantie auquel est affiliée la personne sanctionnée".

B. SANCTIONS APPLICABLES AUX PERSONNES PHYSIQUES

Le **paragraphe II** prévoit les sanctions applicables aux personnes physiques placées sous l'autorité d'un prestataire de services d'investissement.

Le dispositif est analogue à celui prévu pour les prestataires eux-mêmes.

Les sanctions sont :

- 1° l'avertissement ;
- 2° le blâme ;
- 3° le retrait définitif ou temporaire de la carte d'activité.

Les sanctions pécuniaires ne peuvent excéder le triple du profit réalisé.

Outre les observations effectuées pour le paragraphe I et qui sont, pour partie, également valables pour ce paragraphe, il convient d'observer la trop grande imprécision du dernier alinéa du paragraphe II. En effet, il ne prévoit pas qui prend les sanctions. Il ne prévoit pas à qui il s'applique : personnes visées au paragraphe II ou également celles visées au paragraphe I ?

C. PUBLICITÉ DES SANCTIONS

Le **paragraphe III** prévoit que le CMF peut rendre publiques les sanctions qu'il prend en application des I et II.

II. POSITION DE LA COMMISSION

Votre commission vous demande de prendre en compte l'ensemble des remarques ci-dessus exposées.

Décision de la commission : votre commission vous demande de modifier cet article.

Section 2

Compétences de la Commission des opérations de bourse

[Division et intitulé nouveaux]

Article additionnel après l'article 43

Compétence réglementaire et de contrôle de la Commission des opérations de bourse à l'égard des gestionnaires

Commentaire : le présent article additionnel a pour objet d'établir un bloc de contrôle de la Commission des opérations de bourse sur les gestionnaires de compte de tiers.

Conformément aux propositions que votre commission vous demande d'adopter en matière d'agrément (titre I), il semble tout à fait nécessaire, s'agissant de la gestion pour compte de tiers, de dépasser l'approche statutaire et de consacrer la règle selon laquelle un même métier doit être exercé selon les mêmes règles et sous le contrôle de la même autorité.

Décision de la commission : votre commission vous propose d'adopter le présent article additionnel.

Section 3

Compétences de contrôle de la Commission financière

[Division et intitulé nouveaux]

Article 44

Pouvoirs de la Commission bancaire

Commentaire : le présent article procède aux modifications nécessaires de la loi de 1984 pour prévoir le contrôle prudentiel de la Commission bancaire (que votre commission vous propose par ailleurs de renommer "Commission financière") sur les entreprises d'investissement.

I. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

Le **paragraphe I** attribue compétence à la Commission bancaire pour veiller à la "qualité de la situation financière des entreprises d'investissement" et contrôler à cette fin, le respect des dispositions législatives et réglementaires qui leur sont applicables.

Les observations suivantes doivent être faites :

1) **La compétence donnée à la Commission bancaire de "veiller à la qualité de la situation financière des entreprises d'investissement et de contrôler à cette fin le respect des dispositions législatives et réglementaires qui leur sont applicables en la matière" apparaît mal définie.**

Il serait en effet utile de préciser, d'une part, que **cette compétence** se rattache à l'article 33 (ou 33-1 si les propositions de votre commission étaient retenues), c'est à dire qu'elle **embrasse l'ensemble de la surveillance prudentielle** et, d'autre part, qu'elle **s'exerce sous réserve des compétences du Conseil des marchés financiers**, en matière de contrôle des règles de bonne conduite.

2) **Le contrôle prudentiel des autorités nationales ne peut porter que sur les entreprises d'investissement agréées dans le pays d'origine.**

Cet article semble donc contraire à la directive, dans la mesure où il attribue à la Commission bancaire une compétence générale pour toutes les entreprises d'investissement, sans préciser qu'il ne peut s'agir que des entreprises agréées en France.

En effet, l'article 8 point 3 de la directive prévoit que :

"3. La surveillance prudentielle d'une entreprise d'investissement incombe aux autorités compétentes de l'Etat membre d'origine, que l'entreprise d'investissement établisse ou non une succursale ou qu'elle fournisse ou non des services dans un autre Etat membre, sans préjudice des dispositions de la présente directive qui comportent une compétence des autorités de l'Etat membre d'accueil."

3) Par ailleurs, **il ne prévoit pas de donner à la Commission bancaire, une compétence spécifique pour contrôler les établissements de crédit exerçant des activités de services d'investissement.**

Pour ces raisons, il serait préférable de revenir à la rédaction proposée par l'article 38 de la proposition et, par coordination aux demandes de votre commission au Titre I, de changer le nom de cet organisme.

Le **paragraphe II** de cet article prévoit de donner compétence à la Commission bancaire pour demander aux entreprises d'investissement et aux établissements de crédit des renseignements, éclaircissements ou justifications nécessaires à l'exercice de sa mission.

Il s'agit d'une rédaction identique à celle proposée par l'article 39 I de la proposition, qui n'appelle pas de commentaire particulier.

Le **paragraphe III** de cet article prévoit l'extension des contrôles sur place de la Commission bancaire aux entreprises d'investissement.

Sur le fond, il s'agit d'une rédaction identique à celle proposée par l'article 39 II de la proposition. Sur la forme, il procède à une nouvelle rédaction complète de l'article alors que l'article de la proposition modifiait par référence.

Le **paragraphe IV** prévoit de préciser que le pouvoir de sanction de la Commission bancaire ne s'exerce que "sous réserve du respect des compétences du CMF"

Il prévoit en outre que lorsque la Commission bancaire prend une sanction, elle informe le CMF.

Il s'agit d'une rédaction identique à celle proposée par l'article 39 I de la proposition. L'information du CMF n'était toutefois pas prévue dans la proposition.

II. POSITION DE LA COMMISSION

Votre commission vous propose d'adopter sans modification les paragraphes II et III du présent article.

En revanche, elle vous propose de modifier les paragraphes I et IV de cet article pour tenir compte des observations ci-dessus formulées.

Décision de la commission : votre commission vous demande de modifier les paragraphes I et IV de cet article.

TITRE IV

LIBRE ÉTABLISSEMENT ET LIBRE PRESTATION DE SERVICES SUR LE TERRITOIRE DES ETATS MEMBRES DE LA COMMUNAUTÉ EUROPEENNE

Il convient, à titre préliminaire, de relever la division interne assez curieuse de ce titre. En effet, s'agissant de l'installation des entreprises européennes en France, on crée deux chapitres, l'un relatif à l'agrément (chapitre premier), l'autre relatif au contrôle (chapitre 4), alors que s'agissant de l'accès des entreprises françaises dans le reste de l'Union, on regroupe les dispositions au sein d'un même chapitre (chapitre 2).

Fidèle à sa ligne de conduite, votre commission des finances ne vous proposera pas de déplacement d'articles qui ne pourrait être effectué au moment de la codification, mais souhaite néanmoins que ses observations soient prises en compte à ce moment.

Article 45

Définitions applicables au passeport européen

Commentaire : cet article pose un certain nombre de définitions qui seront utilisées dans les articles suivants.

Cet article reprend les définitions posées à l'article premier de la directive et n'appelle pas, sur ce point, de commentaire particulier.

Il convient néanmoins de relever que le paragraphe II de cet article assimile, pour l'application de la présente loi, les entreprises d'investissement d'un Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen, aux entreprises des autres Etats de l'Union. On pourrait s'interroger, concernant ces Etats, (Norvège, Islande, Liechtenstein), s'il n'y a pas lieu de prévoir une clause de réciprocité.

Décision de la commission : votre commission vous demande d'adopter cet article sans modification.

CHAPITRE PREMIER

LIBRE PRESTATION DE SERVICES ET LIBERTÉ D'ÉTABLISSEMENT EN FRANCE

Article 46

Liberté d'établissement et liberté de prestation de services des entreprises d'investissement agréées dans un Etat de l'Union en France

Commentaire : cet article prévoit la possibilité pour les entreprises d'investissement agréées dans les autres Etats de l'Union d'intervenir, en fonction de l'agrément qu'elles ont reçu, en liberté d'établissement ou en libre prestation de services en France.

I. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

Le présent article prévoit que, dans la limite des services qu'elles sont autorisées à fournir dans leur propre pays, les entreprises d'investissement peuvent intervenir sur le territoire de la France métropolitaine et des départements d'outre-mer :

- soit par la voie du libre établissement (LE), c'est à dire en y implantant une succursale, non dotée de la personnalité morale (et par conséquent non soumise à l'agrément des autorités françaises) ;
- soit par la voie de la libre prestation de service (LPS), c'est à dire sans y implanter d'établissement.

Il convient de noter que le projet de loi (contrairement à la proposition : article 124) **ne prévoit pas d'article concernant la possibilité pour les établissements de crédit agréés par un autre Etat membre de l'Union d'intervenir en LPS ou en LE en France, s'agissant spécifiquement de la prestation de services d'investissement.**

Sans doute, les établissements de crédit ne sont pas expressément visés dans le souci de respecter l'articulation entre :

- d'une part le passeport européen prévu par la deuxième directive bancaire dont la transposition en droit national a été réalisée par la loi n° 92-665 du 16 juillet 1992 qui définit la notion de "services bancaires" comme recouvrant les opérations de banque prévues à l'article premier de la loi de 1984 et les activités connexes prévues à l'article 5 de cette même loi ;

- d'autre part, le passeport européen prévu par la directive sur les services d'investissement prévu par la DSI dont seules quelques dispositions sont applicables aux établissements de crédit.

Dans la mesure où les activités prévues à l'article 5 de la loi de 1984 recouvrent à leur tour la notion de services d'investissement et de services connexes au sens du présent projet de loi (article 5 I du projet de loi), il pourrait être soutenu que les dispositions prévues aux articles 71-1 et suivants de la loi de 1984 (mise en oeuvre du passeport européen) sont suffisantes pour autoriser aux établissements de crédit communautaires l'exercice en libre établissement ou libre prestation de services des activités de services d'investissement et de services connexes au sens du présent projet de loi.

Une telle analyse n'est pourtant pas satisfaisante.

Elle conduirait à méconnaître, pour les activités de services d'investissement, le partage de compétence institué par le présent projet de loi entre le CMF et les autorités de tutelle de la loi bancaire puisque les articles 71-1 et suivants de cette loi qui ne sont pas modifiés, ne reconnaissent que les autorités bancaires comme autorités compétentes. Ainsi, le CMF qui est compétent pour déterminer les règles applicables aux personnes visées à l'article 46 (article 17 5°) ne le serait que pour les entreprises d'investissement et pas pour les établissements de crédit.

Cela soulèverait notamment une difficulté pour l'application de l'article 34 (règles de conduite) qui ne pourrait être étendu aux établissements de crédit agréés dans un autre Etat membre et fournissant des services d'investissement en France, alors que la DSI prévoit expressément que les règles de conduite sont déterminées par l'autorité compétente de l'Etat d'accueil et applicables aux établissements de crédit.

En tout état de cause, on ne voit pas pourquoi, selon qu'il s'agirait d'un établissement de crédit ou d'une entreprise d'investissement, la fourniture en libre établissement ou en libre prestation de services sur le territoire français devrait relever de textes de lois distincts. Ce serait consacrer une approche par statut et non par métier.

Enfin, on ajoutera que la rédaction proposée n'est pas cohérente avec celle de l'article 51 I qui vise "*l'établissement de crédit qui fournit des services d'investissement bénéficiant du régime prévu à l'article 46 de la*

présente loi". Dans ces conditions, peut-être ne faut-il voir dans la rédaction de l'article 45 qu'une simple erreur de plume.

Pour ces raisons, il conviendrait de remplacer les termes "entreprises d'investissement" par ceux de "personnes (morales ou physiques) agréées pour fournir des services d'investissement".

II. POSITION DE LA COMMISSION

Votre commission vous demande de modifier cet article afin de tenir compte des observations ci-dessus.

Décision de la commission : votre commission vous demande de modifier cet article afin de viser l'ensemble des personnes, y compris donc les établissements de crédit, agréées dans un autre Etat membre pour fournir des services d'investissement.

CHAPITRE II

LIBRE PRESTATION DE SERVICES ET LIBERTÉ D'ÉTABLISSEMENT SUR LE TERRITOIRE DES AUTRES ÉTATS MEMBRES DE LA COMMUNAUTÉ EUROPÉENNE

Article 47

Autorités compétentes pour le contrôle des entreprises françaises souhaitant bénéficier du passeport européen

Commentaire : cet article détermine les autorités françaises compétentes pour exercer le contrôle des entreprises d'investissement et des établissements de crédit français qui souhaitent exercer leurs activités dans un autre pays de l'Union.

I. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

Le présent article prévoit que : "les autorités compétentes sont, chacun pour ce qui le concerne (...), d'une part, le CEC et le CMF pour les entreprises de marché et pour les entreprises d'investissement et, d'autre part, la COB pour les SGP ;

Cet article appelle les commentaires suivants :

1) On remarquera tout d'abord que le terme "contrôle" est absent de l'article, de même que celui d'établissement de crédit ou d'entreprise d'investissement "ayant leur siège social en France".

En d'autres termes, on ne sait pas exactement ni pour qui ni pour quoi les autorités désignées sont compétentes, même si l'on peut deviner, par une interprétation contextuelle, que cet article entend désigner les autorités françaises compétentes pour contrôler les entreprises françaises exerçant dans un autre pays de l'Union.

S'il est vrai que la directive nous impose (article 22 point 1) de désigner : "*les autorités compétentes qui doivent exercer les fonctions prévues*

par la présente directive" et d'informer "la Commission, en indiquant toute répartition éventuelle de ces fonctions", il n'est établi nulle part que cette désignation doive se faire dans la loi.

Par ailleurs, il convient de rappeler que si le contrôle prudentiel est du ressort de l'Etat d'origine, en revanche le contrôle des règles de conduite est de la compétence des Etats membres d'accueil (article 8 point 3. de la directive précité).

Par conséquent, le présent article devrait se limiter à mentionner la Commission bancaire pour les prestataires de services d'investissement d'une façon générale et, la Commission des opérations de bourse pour les sociétés de gestion de portefeuille (et dans la limite de ses compétences prudentielles).

2) En tout état de cause, on peut s'interroger sur l'utilité d'un article qui nomme expressément les autorités compétentes pour l'étranger, alors que le projet de loi détermine par ailleurs les autorités chargées du contrôle en France. Sauf à supposer que l'on veuille instituer une différence entre les autorités de contrôle compétentes en France et celles compétentes à l'étranger, il semble que cet article soit totalement inutile. On remarquera du reste qu'un tel article n'existe pas dans la loi bancaire.

Cet article pourrait donc être supprimé sans grand dommage.

II. POSITION DE LA COMMISSION

Votre commission vous demande de supprimer cet article.

Décision de la commission : votre commission vous demande de supprimer le présent article.

Article 48

Autorités compétentes pour contrôler les entreprises européennes souhaitant exercer en France

Commentaire : cet article détermine les autorités compétentes pour contrôler les entreprises européennes souhaitant exercer en France soit en libre établissement, soit en libre prestation de services. Il organise également les modalités de délivrance du passeport européen.

I. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

Le **paragraphe I** détermine les autorités compétentes pour la mise en oeuvre des dispositions relatives à la libre prestation de services et à la liberté d'établissement.

Ces autorités sont le Comité des établissements de crédit et le Conseil des marchés financiers, dans des conditions qui doivent être fixées par décret en Conseil d'Etat.

Il est prévu également que ce décret mette en oeuvre le "dossier unique" que les entreprises d'investissement et les établissements de crédit devront déposer avant d'exercer leurs activités.

Cet article appelle les commentaires suivants :

1) La référence à l'article 45 ne semble pas apporter grand chose.

En effet, il ne sert à rien de poser des définitions si celles-ci ne permettent pas de faire l'économie des références (on notera au passage que la liberté d'établissement n'est pas définie dans l'article 45). Surtout, on observera que l'article 45 se réfère à la fourniture de services d'investissement par des entreprises européennes en France, alors que le présent article vise la fourniture de ces mêmes services par des entreprises françaises dans le reste de l'Union.

2) La référence aux entreprises européennes semble inappropriée.

En effet, la référence aux "entreprises d'investissement mentionnées à l'article 46" (les entreprises européennes souhaitant s'installer en France) soulève deux difficultés :

* Elle n'apparaît pas opportune dans un chapitre qui ne concerne que les conditions dans lesquelles les personnes agréées en France pourront intervenir dans le reste de l'Union.

* Elle est de surcroît contraire à la DSI (article 18 1) car celle-ci ne prévoit pas que l'entreprise non française ait un lien direct avec les autorités de l'Etat. Ce sont en effet les autorités de l'Etat d'origine qui adressent la notification qu'ils ont reçue, aux autorités de l'Etat d'accueil.

3) La référence à un "dossier unique" soulève plus de difficultés qu'elle ne semble présenter d'avantages.

* En effet, cette procédure laisse sous entendre que le prestataire de services d'investissement doit remplir de nouvelles exigences pour exercer ses activités dans un autre pays membre de l'Union.

Or le principe même du passeport européen est précisément de n'être qu'une simple formalité : dès lors qu'un établissement s'est vu reconnaître le droit d'exercer son activité dans son propre pays, cet agrément lui permet d'exercer dans n'importe quel autre pays de l'Union, à la simple condition de transmettre aux autorités qui lui ont délivré l'agrément certaines informations (Etat dans lequel l'entreprise souhaite exercer, adresse, nom des dirigeants de la société et programme d'activité).

L'article 17 point 3. précise en effet que : "à moins que les autorités compétentes (...) n'aient des raisons de douter, compte tenu du projet en question, de l'adéquation des structures administratives ou de la situation financière de l'entreprise d'investissement" **les autorités compétentes de l'Etat membre d'origine "communiquent les informations"** (c'est à dire **délivrent le passeport**) dans les trois mois à compter de la réception des informations.

* A cet égard le présent paragraphe n'est pas satisfaisant puisque, d'une part, il mentionne le CMF qui ne délivre pas l'agrément et, d'autre part, omet de mentionner la Commission des opérations de bourse, qui délivre l'agrément pour les sociétés de gestion de portefeuille.

4) Enfin, on remarquera, comme pour l'article précédent, que le fait d'énoncer les autorités compétentes n'apporte rien dans la mesure où les paragraphes II et III précisent les modalités du libre établissement et de la libre prestation.

Ce paragraphe pourrait donc être supprimé sans aucun dommage puisqu'il ne fait que reprendre, avec plus de précision, les dispositions de l'article 47, lui même inutile.

Par ailleurs, la question se pose de l'utilité du maintien du statut des "établissements financiers" prévu par les articles 71-3 et 71-4 de la loi bancaire et qui, semble-t-il, avait été créé à la mesure des *investment banks* anglo-saxonnes. Ce terme "protégé", puisque figurant dans une directive européenne ne semble-t-il pas être inclus dans la catégorie juridique des prestataires de services d'investissement créés par la présente loi ?

Le **paragraphe II** pose le principe du libre établissement des entreprises d'investissement et des établissements de crédit français dans le reste de l'Union.

Il prévoit que les entreprises d'investissement et les établissements de crédit qui souhaitent s'installer en France notifient leur projet au CEC et au CMF.

Le **paragraphe III** de cet article pose le principe de la libre prestation des entreprises d'investissement et des établissements de crédit français dans le reste de l'Union.

Il prévoit que les entreprises d'investissement et les établissements de crédit qui souhaitent s'installer en France notifient leur projet au CEC et au CMF.

Bien que la rédaction diffère sensiblement de celle de la proposition, cet article n'en est guère éloigné sur le fond. Il pourrait donc, sous réserve de quelques modifications de coordination, être accepté en l'état.

II. POSITION DE LA COMMISSION

Votre commission vous demande d'adopter les paragraphes II et III du présent article, sous réserve de modifications de coordination.

Elle vous propose en revanche de supprimer le premier paragraphe de cet article dont l'utilité ne lui est pas apparue évidente.

Décision de la commission : votre commission vous demande de supprimer le paragraphe I de cet article et d'apporter quelques modifications de coordination aux paragraphes II et III.

Article 49

Intervention d'un décret en Conseil d'Etat pour déterminer les conditions de mise en oeuvre des deux articles précédents.

Commentaire : le présent article prévoit l'intervention d'un décret en Conseil d'Etat pour déterminer les conditions dans lesquelles les informations mentionnées à cet article sont communiquées aux autorités compétentes de l'Etat d'accueil.

Les derniers alinéas des articles 129 et 130 prévoyaient que ces modalités soient fixées par le CMF lui-même.

Néanmoins cet article ne soulève pas de difficulté et pourrait être adopté en l'état, sous réserve d'une simple modification de coordination.

Décision de la commission : votre commission vous demande d'adopter le présent article, sous réserve d'une modification de coordination.

CHAPITRE III

ACCÈS AUX MARCHÉS RÉGLEMENTÉS DE LA COMMUNAUTÉ EUROPÉENNE

Article 50

Libre accès aux marchés réglementés de l'Union européenne

Commentaire : cet article pose le principe selon lequel toutes les entreprises de marchés qui ne requièrent pas la présence effective de personnes physiques peuvent offrir les moyens d'accès à leurs marchés sur le territoire de la République française.

Cet article signifie concrètement que les entreprises de marché de l'Union pourront installer des terminaux d'ordinateurs directement chez les intermédiaires français.

La rédaction de cet article apparaît plus pertinente que celle de l'article 132 de la proposition de loi.

Cet article peut être accepté sans modification.

Décision de la commission : votre commission vous demande d'adopter cet article sans modification.

CHAPITRE IV

DISPOSITIFS DE CONTRÔLE

Article 51

Contrôle des entreprises d'investissement de l'Union souhaitant exercer en France

Commentaire : cet article prévoit les modalités de contrôle des entreprises de l'Union européenne souhaitant exercer leurs activités en France.

On remarquera d'emblée que ce chapitre traitant du seul cas des entreprises de l'Union européenne exerçant en France trouverait mieux, en toute logique, sa place dans le chapitre premier relatif à la libre prestation de services et au libre établissement en France. Fidèle à sa ligne de conduite, votre commission ne vous proposera pas de le déplacer, mais souhaiterait qu'il soit tenu compte de cette observation lors de la codification de la présente loi.

I. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

Le **paragraphe I** de cet article prévoit que les autorités compétentes du pays d'origine des entreprises d'investissement ou des établissements de crédit exerçant en France, peuvent demander à ces entreprises ou établissements toutes les informations utiles à l'accomplissement de leurs missions et procéder, après en avoir averti la Commission bancaire et le CMF procéder à des contrôles sur pièce et sur place.

Il prévoit également que le résultat de ces contrôles soit communiqué au CMF et à la CB.

Il prévoit enfin que le CMF et la CB puissent procéder à des contrôles, à la demande des autorités compétentes des autres Etats membres.

Sur le fond, cet article est assez proche de l'article 127 de la proposition de loi. Toutefois, on peut s'interroger sur la conformité à la

directive de l'obligation imposée aux autorités de contrôle étrangères, de communiquer les résultats de leurs contrôles aux autorités françaises.

Par ailleurs, l'information du CMF ne devrait pas, en principe, s'avérer indispensable, puisque les autorités compétentes des autres Etats membres ne devraient pas effectuer de contrôle des règles de conduite des prestataires d'investissement exerçant en France. Si l'on admet que cette information puisse néanmoins s'avérer utile, il serait préférable, afin de ne pas embarrasser les autorités des autres Etats de l'Union, de confier à la Commission bancaire (que votre commission vous demande, par ailleurs, de renommer Commission financière) le soin de transmettre, le cas échéant, ces informations au CMF.

En outre, lorsque les entreprises ou établissements contrôlés sont des gestionnaires, l'information de la COB s'avère nécessaire tant en sa qualité d'autorité de surveillance prudentielle, qu'en sa qualité d'autorité de contrôle des règles de conduite.

Sur la forme plusieurs remarques doivent être faites :

- sont visés les entreprises d'investissement et les établissements de crédit, ce qui n'est pas cohérent avec la rédaction de l'article 46 qui ne vise que les entreprises d'investissement ;
- le pronom personnel utilisé dans la suite de l'article est "elle", ce qui est incorrect si on vise les entreprises d'investissement et les établissements de crédit ;
- au deuxième alinéa, seules les entreprises d'investissement sont visées.

Il vous sera proposé d'étendre ce dispositif à l'ensemble des prestataires de services d'investissement.

Le **paragraphe II** donne compétence au Conseil des marchés financiers pour veiller à ce que les entreprises d'investissement et des établissements de crédit exerçant en France, respectent les "*dispositions législatives et réglementaires qui leur sont applicables*", à l'exception des normes prudentielles.

Il est précisé que le CMF doit tenir compte de la surveillance exercée par les autorités compétentes de l'Etat d'origine.

On remarquera tout d'abord que le projet mentionne à nouveau les "*règles destinées à garantir la liquidité, la solvabilité et l'équilibre de leur structure financière*". Or, ce triptyque ne suffit pas à englober l'ensemble des règles prudentielles telles que définies par le projet de loi, à l'article 33 de la

loi bancaire (ou 33-1 si la proposition de votre commission était retenue). Or, on observera que vouloir limiter le contrôle en France par les autorités de contrôle des autres pays de l'Union, à une partie seulement du bloc prudentiel, c'est aussi s'interdire d'aller contrôler, dans ces pays, les dispositions exclues de ce bloc. Cela n'est pas souhaitable, ni dans un sens, ni dans l'autre.

Sur la forme, on peut relever quelques imperfections :

- le paragraphe se réfère d'abord aux entreprises d'investissement seules puis aux entreprises d'investissement et aux établissements de crédit ;
- la duplication du terme respect n'apparaît pas nécessaire.

Le **paragraphe III** prévoit, lorsqu'une entreprise d'investissement ou un établissement de crédit européen fait l'objet d'un retrait d'agrément, que la Commission bancaire et le CMF puissent prendre les mesures nécessaires pour les empêcher d'effectuer de nouvelles opérations ou d'offrir de nouveaux services en France.

Le visa de l'article 48 paraît inadéquat puisqu'il se réfère aux établissements de crédit agréés en France. Il faudrait le remplacer par celui de l'article 46 (à condition toutefois d'inclure les établissements de crédit dans cet article).

D'une façon plus générale, soit ce paragraphe entend viser l'ensemble des prestataires de services d'investissement exerçant en France, et il est en partie inutile puisque pour les prestataires agréés en France, le CMF dispose déjà de toutes les mesures nécessaires pour "*assurer la protection des intérêts des déposants*", soit il vise exclusivement les prestataires agréés dans un autre pays de l'Union et il est incomplet, puisque la directive n'autorise l'action directe des autorités de l'Etat d'accueil qu'en cas de carence des autorités de l'Etat d'origine (c'est à dire si celles-ci ne prennent pas de mesures ou que ces mesures se révèlent inadéquates ou insuffisantes).

Le **paragraphe IV** prévoit que la CB, le CMF, les entreprises de marché et les chambres de compensation puissent communiquer à leurs homologues étrangers les informations nécessaires à l'accomplissement de leurs missions respectives.

Ce paragraphe doit s'entendre contre modifiant implicitement l'article premier bis de la loi n° 68-678 du 26 juillet 1968 relative à la communication de documents et renseignements d'ordre économique, commercial, industriel, financier ou technique.

Cette disposition est indispensable pour tenir compte des standards internationaux en termes de sécurité : après l'affaire *Barings* au début de

l'année 1995, une réflexion a été conduite par la *Futures Industries Association*, association américaine regroupant l'ensemble des marchés à terme mondiaux. Il en est résulté un projet de *memorandum* auquel vont adhérer une trentaine de marchés interantionaux à terme (LIFFR, MATIF...) qui prévoit l'échange d'informations entre bourses selon un cadre très précis.

Le **paragraphe V** prévoit l'intervention d'un décret en Conseil d'Etat pour préciser les procédures que suivent la CB et le CMF dans l'exercice des compétences qui leur sont dévolues au présent article.

La proposition de loi prévoyait l'intervention d'un décret dans une rédaction quasi identique.

II. POSITION DE LA COMMISSION

Votre commission vous demande de modifier le présent article afin de tenir compte des observations ci-dessus énoncées.

Décision de la commission : votre commission vous demande de modifier le présent article.

TITRE V

DISPOSITIONS DIVERSES

CHAPITRE PREMIER

DISPOSITIONS RELATIVES À LA COMMISSION DES OPÉRATIONS DE BOURSE

Article 52

Modification de l'ordonnance de 1967 relative à la Commission des opérations de bourse

Commentaire : le présent article conforte l'indépendance de la COB, en lui reconnaissant la qualité d'autorité administrative indépendante, compétente pour agir au nom de l'Etat, et modifie significativement sa composition. Par ailleurs, il établit une relation directe entre la COB et le Parlement, à l'image celle qui existe déjà entre celui-ci et la Banque de France. Il prévoit également que la COB pourra établir des "ententes" avec les autorités étrangères exerçant des compétences analogues aux siennes. Enfin, il clarifie utilement la compétence réglementaire de la COB en précisant la nature juridique des différentes catégories d'actes émanant de cette autorité.

I. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

A. LA COB AUTORITÉ ADMINISTRATIVE INDÉPENDANTE EN CHARGE DE LA PROTECTION DE L'ÉPARGNE PUBLIQUE

Le paragraphe I reconnaît expressément la qualité d'autorité administrative indépendante à la COB. Il prévoit également que son Président, dans l'accomplissement des missions qui sont confiées à la COB, a

qualité pour ester en justice, "*au nom de l'Etat*", devant les juridictions administratives et civiles.

Il s'agit là d'une consécration législative de la place occupée par la COB dans le paysage institutionnel financier français. Cette consécration, certes très importante dans sa signification symbolique, apparaît comme plus nuancée dans sa portée juridique, dans la mesure où la jurisprudence a depuis fort longtemps déjà reconnu cette qualité à la COB.

Votre commission accueille, avec satisfaction, cette évolution qui rejoint et, sur ce point, dépasse celle prônée par sa proposition de loi de juin 1995.

Elle observe, néanmoins, qu'il serait juridiquement souhaitable de modifier les deux premiers alinéas de l'article premier de l'ordonnance de 1967, afin, de tenir compte, d'une part, des nouvelles catégories juridiques dégagée par le présent projet de loi et, d'autre part, de l'émergence d'une autorité professionnelle ayant vocation à contrôler elle aussi les marchés réglementés.

En effet, cet article prévoit que :

"Il est institué une Commission des opérations de bourse, chargée de veiller à la protection de l'épargne investie en valeurs mobilières ou tous autres placements donnant lieu à appel public à l'épargne, à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés de valeurs mobilières, de produits financiers cotés ou de contrats à terme négociables."

"Ne sont pas soumis au contrôle de la Commission les marchés d'instruments créés en représentation des opérations de banque ou de bons ou billets à court terme négociables visés par l'article 1^{er} de et le 4^o de l'article 12 de la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 et les marchés placés sous la surveillance de la Banque de France en application de la loi n° 73-7 du 3 janvier 1973 (...)"

Votre commission des finances a jugé préférable, en premier lieu, de substituer aux termes de "valeurs mobilières", "produits financiers cotés" ou "contrats à terme négociables", ceux "d'instruments financiers".

En effet, il a semblé à votre commission que l'épargne publique ne devait pas être protégée dans toutes ses formes, au-delà des seules valeurs mobilières.

En outre, votre commission a considéré que l'intervention de la COB est d'autant plus nécessaire sur les marchés de gré à gré que ceux-ci n'offrent pas, pour les investisseurs non professionnels, c'est à dire "l'épargne publique", des garanties équivalentes à celles des marchés réglementés.

D'une façon générale, le champ de compétence de la COB ne semble pas devoir être défini, *rationae materiae*, c'est-à-dire marché financier par marché financier, mais au contraire de façon fonctionnelle, c'est-à-dire au regard de sa mission qui est de protéger l'épargne publique, partout où celle-ci est susceptible de s'investir.

Il se trouve que, jusqu'à présent, les deux critères se recoupaient largement. Les marchés de valeurs mobilières de la COB étaient, pour de multiples raisons, (accès juridique au marché, volume des transactions) les seuls sur lesquels l'épargne publique trouvait à s'investir. En revanche, les marchés visés au deuxième alinéa de l'article premier étaient des marchés de professionnels, sur lesquels l'intervention de la Banque de France était, et reste, déterminante.

Cette situation a évolué, et selon la Banque de France, les associations et les particuliers souscrivent régulièrement près de 10 % des émissions nouvelles de certificats de dépôts. Est-il légitime de les exclure de la protection de la COB ?

Au demeurant, on observera que l'émission de titres de créances négociables est, d'ores et déjà, soumise au visa de la COB.

Cette extension risquerait-elle d'aboutir à des chevauchements de compétence entre le contrôle de la COB et ceux des autres autorités ?

S'agissant des marchés "*placés sous la surveillance de la Banque de France*", ce risque semble *a priori* inexistant compte tenu de la nature fondamentalement différente des missions et des moyens impartis par le législateur à chaque autorité : protection de l'épargne publique et information financière pour la COB, conduite de la politique monétaire et refinancement des banques pour la Banque de France.

En effet, l'article premier de la loi n°93-980 du 4 août 1993 relative au statut de la Banque de France et à l'activité et au contrôle des établissements de crédit assigne à la Banque de France le soin de "**définir et mettre en oeuvre la politique monétaire dans le but d'assurer la stabilité des prix**". Par ailleurs, l'article 7 de cette même loi confère au Conseil de la politique monétaire, tout pouvoir pour "**surveiller l'évolution de la masse monétaire et des contreparties**", ce qui lui permet, notamment, de "**définir les opérations auxquelles procède la Banque (...) les modalités d'achat ou de vente, de prêt ou d'emprunt, d'escompte, de prise en gage, de prise ou de mise**

en pension de créances et d'émission de bons portant intérêt (...) la nature et l'étendue des garanties dont sont assortis les prêts consentis par la Banque dans le cadre de la conduite de la politique monétaire."

Dans ces conditions, la suppression du deuxième alinéa, rendu obsolète depuis l'intervention de la loi du 4 août 1993, peut être envisagée sans crainte pour l'indépendance de la Banque de France.

En revanche, la réponse est beaucoup plus délicate à donner s'agissant des relations de la COB et du CMF.

Sans rouvrir le débat sur la place de la COB et la hiérarchisation des autorités, il semble évident au pays de Descartes que mettre sur le même plan, **une autorité publique chargée de veiller au bon fonctionnement des marchés de valeurs mobilières** et une **autorité professionnelle** dont le titre même traduit sa compétence pour les "**marchés financiers**" risque de déboucher sur des conflits de compétence.

La définition d'une compétence de droit commun pour l'autorité publique et la reconnaissance d'une compétence d'attribution pour l'autorité professionnelle (on remarquera l'absence d'un article définissant les compétences du CMF qui pourrait être le pendant de l'article premier de l'ordonnance de 1967) peut apporter une réponse juridique à ce chevauchement organisé des compétences.

Mais la sociologie administrative conduit à penser qu'il faudra sans doute beaucoup de bonne volonté de part et d'autre pour que ce schéma institutionnel fonctionne de manière harmonieuse.

C'est pourquoi, il peut apparaître opportun, à seule fin de s'assurer de la cohérence du dispositif mis en place, et sans entamer le pouvoir de la COB, de préciser que sa mission de surveillance des marchés impartie à celle-ci s'exerce **au titre** de la protection de l'épargne publique, étant entendu que le CMF a en charge le **contrôle des intermédiaires et la définition des règles de bonne conduite qui s'imposent à eux** (voir sur ce point l'exposé des motifs du projet de loi).

B. LA MODIFICATION DE LA COMPOSITION DE LA COB

Le **paragraphe II** du présent article procède à une modification significative du collège de la COB.

Actuellement, le collège de la COB est composé d'un président et de huit membres qui sont :

- un conseiller d'Etat, désigné par le vice-président du conseil ;
- un conseiller à la Cour de cassation, désigné par le premier président de la Cour ;
- un conseiller-maître à la Cour des comptes, désigné par le premier président de la Cour ;
- un membre du Conseil des bourses de valeurs désigné par ce Conseil ;
- un membre du Conseil du marché à terme, désigné par ce Conseil ;
- un représentant de la Banque de France, désigné par le gouverneur ;
- deux personnalités qualifiées en matière d'appel public à l'épargne, par les six membres désignés ci-dessus.

L'innovation consiste à :

- remplacer les deux sièges occupés par les délégués du Conseil des bourses de valeur et du Conseil des marchés à terme, par un siège attribué au Conseil des marchés financiers et un autre au Conseil national de la comptabilité ;
- augmenter le nombre des personnes qualifiées de deux à trois et à confier leur nomination au Premier ministre qui les choisirait sur une liste établie par les Présidents des deux assemblées et par le Président du Conseil économique et social.

Par ailleurs, le texte prévoit que **seuls les membres du collège ont le pouvoir de rapporter une décision susceptible d'aboutir à une injonction (article 9-1 de l'ordonnance) ou à une sanction (article 9-2).**

Enfin, **la présence d'un représentant du ministre de l'économie et des finances est réintroduite sans que celui-ci porte le nom de commissaire du Gouvernement ni ne dispose de son principal pouvoir, celui de demander une deuxième délibération. Il a la possibilité de se faire entendre, sauf dans les délibérations susceptibles d'aboutir à une injonction, une sanction ou consistant à délivrer un visa.**

Ce paragraphe appelle les observations suivantes :

1) La modification du collège de la COB va incontestablement dans le bon sens et recueille l'assentiment de votre commission. Toutefois, la Procédure de nomination des membres désignés par les Présidents des Assemblées doit être revue afin de leur accorder la fonction de nomination directe reconnue aux Présidents des grands corps de l'Etat et aux présidents d'autorités publiques ou professionnelles.

Certes, il est loisible d'observer que le mode de désignation par présentation de listes, retenu par la proposition de loi et repris par le présent article, pourrait présenter l'avantage de permettre une certaine cohérence des choix en faisant intervenir une autorité unique (le Premier ministre), susceptible d'assurer une égale représentation des investisseurs, des émetteurs et des intermédiaires (négociateurs et gestionnaires).

Toutefois, votre commission des finances a considéré, d'une part, qu'une représentation tripartite de la COB ne constituait qu'un "objectif" et, d'autre part, qu'il ne fallait pas exclure une concertation préalable des présidents des assemblées et du président du Conseil économique et social pour coordonner leurs choix.

En conséquence, votre commission vous proposera, par un amendement cosigné par le président et le rapporteur général de la commission des finances, d'instituer un pouvoir de nomination directe des membres de la COB, choisis respectivement par le président du Sénat, le président de l'Assemblée nationale et le président du Conseil économique et social.

2) La présence d'un représentant du Gouvernement ne doit pas être interprété comme un "retour en arrière".

En effet, il convient de rappeler que les règlements de la COB sont homologués par le ministre de l'économie et des finances. Or, l'expérience montre que l'homologation place souvent celui-ci devant une décision binaire : accord ou refus. Il n'est donc pas inutile d'introduire un peu de souplesse dans cette procédure et de permettre une communication en amont entre les différentes autorités.

En second lieu, on observera que la présence d'un représentant du ministre de l'économie est également la règle au Conseil de la politique monétaire, sans pour autant que la participation de ce représentant fasse planer un doute sur l'indépendance de la Banque de France.

Enfin, il convient de souligner que le collège de la COB adopte des avis et des recommandations, qui s'analysent en droit comme des circulaires interprétatives. Or il se peut, comme dans toute administration, que ces circulaires aillent au-delà de la simple interprétation et posent des règles nouvelles. La présence d'un représentant du ministre de l'économie permettrait d'appeler l'attention du collège de la COB sur le caractère interprétatif ou réglementaire de leurs avis et recommandations, et de ce point de vue, d'assurer un meilleur respect de la procédure d'homologation et de la compétence réglementaire de la COB.

B. LES AUTRES DISPOSITIONS

Le **paragraphe III** propose d'insérer deux articles additionnels après l'article 2 de l'ordonnance de 1967.

L'**article 2 bis** fait apparaître, de façon explicite, le règlement intérieur de la COB, dont l'objet est de prévoir les règles relatives aux délibérations, les conditions dans lesquelles les affaires sont rapportées, l'organisation des services et les conditions de fonctionnement.

On observera que l'homologation du règlement intérieur en fait un acte réglementaire avec tous les effets de droit y afférents et notamment en ce qui concerne la publicité, l'opposabilité et les recours contentieux dont il est susceptible de faire l'objet.

Votre commission a approuvé cette évolution.

L'**article 2 ter** est destiné à prévenir d'éventuels conflits d'intérêts dans les affaires dont les membres de la COB délibèrent. Il prévoit, pour ce faire, que tout membre du collège informe le Président des intérêts qu'il détient dans une activité économique ou financière. Il précise également que les membres du collège ne peuvent délibérer dans une affaire dans laquelle ils ont un intérêt.

Force est de constater que la proposition de loi, adoptée par votre commission des finances, allait beaucoup plus loin en prévoyant un régime strict d'incompatibilités, calqué sur celui du Conseil de la politique monétaire.

Néanmoins, l'évolution proposée va dans le bon sens, sous réserve toutefois, de préciser que le Président est, lui aussi, tenu de déclarer au collège les intérêts qu'il détient.

Le **paragraphe IV** prévoit que le rapport annuel de la COB sera communiqué non seulement au Président de la République, mais aussi au Parlement. Il prévoit surtout qu'à l'instar de ce qui existe déjà pour la Banque de France, le Président de la COB est entendu, sur leur demande, par les Commissions des finances des deux assemblées.

On rappellera que la proposition de loi prévoyait une disposition identique dans ses effets.

Le **paragraphe V** précise que les instructions et les recommandations de la COB (ou rescrits) seront publiées dans un délai de quinze jours après leur transmission au ministre chargé de l'économie.

Il s'agit vraisemblablement de préciser que ces décisions ont le caractère de décision individuelle.

Le **paragraphe VI** du projet prévoit que la COB puisse conclure des ententes organisant ses relations avec les autorités étrangères exerçant des compétences analogues aux siennes.

Le terme "entente" doit être interprété dans son acception diplomatique. Dans la mesure où la COB représente l'Etat français, cette précision permet de s'assurer du caractère nécessairement limité de ces accords.

Néanmoins, il convient de souligner que peu d'autorités étrangères disposent de compétences équivalentes à celles de la COB. En effet, dans la majorité des autres pays disposant d'une tradition financière solidement établie, la mission de protection des investisseurs et celle de contrôle des intermédiaires est fusionnée au sein d'une même autorité (SEC américaine, SIB britannique, Commission bancaire et financière belge). Si bien que l'on peut imaginer, *a priori*, que ces ententes se réduiront à des échanges d'informations ou à des accords relatifs à l'information des investisseurs et au contrôle des émetteurs.

Enfin, le **paragraphe VII** prévoit que la COB établit une instruction énonçant les droits et obligations des personnes faisant l'objet d'une procédure de sanction.

Il s'agit d'assurer de façon plus claire, le respect des droits de la défense dans les procédures disciplinaires engagées par la COB.

II. LA POSITION DE LA COMMISSION

Votre commission vous demande d'adopter le présent article qui constitue, indéniablement, un progrès significatif par rapport *au statu quo ante*.

Elle vous demande néanmoins de procéder à une **modification du processus de nomination des personnalités nommées par les présidents des assemblées et du président du Conseil économique et social afin de permettre à ceux-ci de nommer directement les candidats de leurs choix.**

Elle souhaiterait également qu'il soit procédé à certaines **coordinations juridiques entre la terminologie utilisée dans le présent projet de loi et l'ordonnance de 1967.**

Enfin, au bénéfice des observations formulées dans l'exposé général du présent rapport, votre commission tient à rappeler à l'attention de la Haute assemblée les risques inhérents à un schéma d'organisation qui place sur un pied d'égalité l'autorité professionnelle et l'autorité publique et la difficulté conceptuelle à dissocier la protection des investisseurs du contrôle des intermédiaires.

Le projet de loi s'efforce de prendre en compte ces risques en assurant une communication entre l'autorité publique et l'autorité professionnelle (présence du Président du CMF au sein du collège de la COB). Votre commission vous propose, par ailleurs, de renforcer la concertation de ces autorités en ménageant une présence permanente, mais sans voix délibérative, d'un représentant de la COB au sein du CMF.

En dépit de ces précautions, il ne peut être garanti que l'autorité publique et l'autorité professionnelle marcheront toujours de concert et que le Parlement ne soit conduit, un jour prochain, à réexaminer cette question.

Décision de la commission : votre commission vous demande de modifier les paragraphes I et II de cet article afin, d'une part, de procéder à certaines coordinations juridiques et, d'autre part, d'accorder aux Présidents des assemblées un pouvoir de nomination directe des candidats de leur choix.

Article 53

**Dispositions relatives aux mandats en cours des membres du
collège de la COB**

**Commentaire : le présent article prévoit les modalités transitoires
relatives aux mandats en cours des membres du collège de la COB.**

Il est prévu que les mandats des membres du collège nommés depuis plus de quatre ans cessent à la date de la première réunion de la commission qui suit les nominations effectuées selon le nouveau mode de désignation.

Cet article a pour objet de préserver les mandats des membres du collège qui ont été nommés depuis peu à la COB. Il ne soulève pas de difficultés majeures, à l'exception de sa rédaction qui pourrait vraisemblablement être améliorée.

En effet, il semble nécessaire de préciser que les mandats visés par le deuxième alinéa comprennent non seulement ceux des membres, mais aussi celui du Président (qui n'est pas un membre).

Décision de la commission : votre commission vous demande d'adopter le présent article, sous réserve d'une précision formelle.

CHAPITRE II

DISPOSITIONS RELATIVES AUX SOCIÉTÉS DE GESTION DE PORTEFEUILLE

[Intitulé modifié : Dispositions de coordination]

Article 54

Personnes habilitées à créer des fonds communs de placement

Commentaire : le présent article prévoit que les fonds communs de placement ne pourront désormais être créés que par des sociétés de gestion de portefeuille (SGP) agréées par la Commission des opérations de bourse.

Actuellement, les fonds communs de placement doivent être créés "à l'initiative conjointe d'une société commerciale chargée de (leur) gestion et d'une personne morale dépositaire des actifs (des) fonds".

Le projet de loi prévoit que seules les SGP agréées par la COB pourront créer des fonds communs de placement.

Il impose la filialisation des FCP, en sociétés de gestion de portefeuille et réalise, sur ce point, la fusion des statuts de sociétés de gestion de portefeuille et de société de gestion d'OPCVM.

Il s'agit d'un article très important qui marque une étape dans la filialisation de la gestion collective. La proposition de loi prévoyait une disposition similaire, à ceci près que, faisant disparaître la catégorie des SGP de l'article 23 de la loi de 1989, elle réservait cette possibilité aux entreprises d'investissement agréées en tant que gestionnaire.

Votre commission vous demande de coordonner la rédaction de cet article avec la reprise dans le présent projet de loi des dispositions relatives aux sociétés de gestion de portefeuille.

Décision de la commission : votre commission vous demande de modifier cet article par coordination.

Article 55

Sociétés de gestion de portefeuilles

Commentaire : le présent article procède à une actualisation de l'article 23 de la loi du 2 août 1989 sur les sociétés de gestion de portefeuille.

I. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

Le **paragraphe I** prévoit que les gestionnaires de portefeuille "*d'instruments financiers, de produits financiers ainsi que d'OPCVM*" doivent obtenir l'agrément de la COB. Il s'agit simplement de mettre en harmonie le vocabulaire juridique utilisé dans la loi de 1989 ("*valeurs mobilières, de contrats à terme négociables ou de produits financiers pour le compte de ses clients*") avec celui du présent projet de loi.

Il faut observer que le terme de produits financiers ne peut se comprendre que par référence au projet de code monétaire et financier qui définit cette catégorie comme légèrement plus large que celle des produits financiers. Elle comprend en effet les placements et biens divers (produits financiers sur les containers, les diamants...) et certains titres particuliers (titres émis par les associations ou les groupements d'intérêt économique).

On observera également que la notion de gestion pour compte de tiers fait défaut, de même que la précision de profession habituelle et principale, par homothétie avec l'article 5 qui définit les entreprises d'investissement.

Le **paragraphe II** prévoit que l'agrément donné par la COB aux SGP puisse ne porter que sur partie des activités de gestion, à savoir gestion d'instruments financiers ou gestion d'OPCVM.

Il s'agit en fait de tenir compte de la disparition du statut des sociétés de gestion d'OPCVM et de transposer aux SGP le mécanisme de l'agrément par coupon inspiré de la DSI.

Ainsi, une société de gestion de portefeuilles pourra être agréée :

- soit pour gérer des instruments financiers (gestion sur base individuelle) ;
- soit pour gérer des OPCVM (gestion sur base collective) ;
- soit les deux à la fois.

Le **paragraphe III** modifie la composition de la commission consultative chargée de donner son avis sur l'agrément des SGP.

Il convient d'observer que la représentation des professionnels de la gestion de portefeuille se trouve renforcée puisque leur nombre passe de deux à quatre.

Le **paragraphe IV** prévoit que la commission consultative soit associée à l'établissement du règlement de la COB. En contrepartie, elle soumet les membres de cette commission au secret professionnel.

II. LA POSITION DE LA COMMISSION

Il convient de rappeler la différence d'approche entre le présent projet de loi et la proposition de loi adoptée par votre commission des finances en juin 1995.

En effet dans le projet de loi, les SGP sont maintenues distinctes, tout en étant reconnues comme des entreprises d'investissement, alors que dans la proposition de loi, le statut des SGP disparaissait, celles-ci devenant des entreprises d'investissement de plein droit.

Compte tenu des propositions faites par ailleurs, votre commission vous demande de supprimer cet article et d'en transférer le contenu dans un article additionnel après l'article additionnel relatif à l'agrément des sociétés de gestion de portefeuille, qu'elle vous propose d'insérer après l'article 9.

Décision de la commission : votre commission vous demande de supprimer cet article, par coordination avec l'insertion d'un article additionnel après l'article 9.

Article 56

Représentation professionnelle des sociétés de gestion de portefeuille et compétence réglementaire de la COB

Commentaire : le présent article prévoit, d'une part, que les sociétés de gestion de portefeuille devront adhérer à une association de leur choix, elle même adhérente de l'Association française des établissements de crédit et des entreprises d'investissement et, d'autre part, que la COB est compétente pour fixer les règles qui s'imposent à ces sociétés.

Le **paragraphe I** prévoit que l'article 8 de la présente loi s'applique aux sociétés de gestion de portefeuille.

Cet article prévoit l'affiliation des entreprises d'investissement, des entreprises de marché et des chambres de compensation à une association de leur choix, elle même membre de l'Association Française des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, créée par la loi.

On notera que sur la forme ce paragraphe est une redondance législative. L'article 7 donnant la qualité d'entreprise d'investissement aux sociétés de gestion de portefeuille, l'article 8 disposant que les entreprises d'investissement sont membres de l'AFECEI, ce paragraphe est inutile.

Le **paragraphe II** établit la compétence de la COB pour fixer les "règles qui s'imposent à ces sociétés en application du titre III de la présente loi" (obligations et contrôle des prestataires de services d'investissement).

On observera que cet article semble en partie redondant avec l'article 34 qui prévoit déjà que "afin de garantir la protection des investisseurs et la régularité des opérations, le CMF et, en ce qui concerne les SGP, la COB, sont respectivement compétents pour établir les **règles de déontologie** que les entreprises d'investissement et les établissements de crédit qui fournissent des services d'investissement, et le cas échéant, des services connexes, doivent respecter".

Cela signifie que la COB a compétence pour fixer aussi les règles prudentielles destinées à garantir "la liquidité, la solvabilité et l'équilibre de la structure financière" des SGP.

Un tel partage des rôles entre la COB et le CMF n'est pas satisfaisant en ce qu'il rompt la règle : un métier = une règle = une autorité.

Votre commission vous propose d'établir la compétence de la COB sur l'ensemble des personnes qui exercent la gestion pour compte de tiers qu'elles aient le statut de sociétés de gestion de portefeuille ou de banques.

Pour marquer cette volonté elle vous propose, d'une part, de transférer le contenu de ce paragraphe dans un article additionnel après l'article 43 et, d'autre part, d'étendre les compétences réglementaires et de contrôle de la Commission des opérations de bourse à l'ensemble des gestionnaires pour compte de tiers.

Décision de la commission : votre commission vous demande de supprimer le présent article, dont le contenu est transféré dans un article additionnel après l'article 23.

CHAPITRE III

DISPOSITIONS DE COORDINATION

[Division et intitulé supprimés]

Article 57

Dispositions de coordination concernant la loi de 1885 sur les marchés à terme

Commentaire : le présent article procède à la coordination nécessaire de la loi du 28 mars 1885 sur les marchés à terme.

I. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

Le **paragraphe 1^o** prévoit de modifier l'article 11 de la loi de 1885 qui énumère les personnes habilitées à recourir au démarchage financier afin de remplacer les catégories actuellement visées aux articles 8 (personnes habilitées à effectuer la compensation sur les contrats à terme d'instruments financiers) et 8-1 (personnes habilitées à effectuer la négociation sur les contrats à terme de marchandises) par la notion de membres d'un marché réglementé visée à l'article 23 II de la présente loi.

Formellement cette modification est imparfaite, dans la mesure où elle laisse subsister la distinction entre le démarchage pour les contrats à terme d'instruments financiers et celui pour les contrats à terme de marchandises, alors que désormais cette distinction ne se justifie plus.

Le **paragraphe 2^o** prévoit de remplacer à l'article 15 la référence au CMT, par celle du CMF. Il donne ce faisant compétence à ce dernier en matière de pouvoir de sanction des démarcheurs financiers.

Le **paragraphe 3^o** modifie l'article 18 de la loi de 1885 relatif à la possibilité pour un marché étranger d'offrir ses services en France. Il s'agit de la procédure dite de reconnaissance réciproque.

En effet, l'article 18 dont la portée dépasse largement les seuls marchés de contrats à terme, prévoit que :

"Le public ne peut être sollicité sous quelque forme que ce soit, directement ou indirectement, en vue d'opérations sur un marché étranger de valeurs mobilières, de contrats à terme ou de tous produits financiers que lorsque le marché a été reconnu dans des conditions fixées par décret et sous réserve de réciprocité."

Le présent paragraphe propose d'ajouter un alinéa prévoyant que ces dispositions ne s'appliquent pas aux marchés réglementés d'un Etat membre de l'Union sauf pour ce qui concerne la protection de l'épargne publique.

Cet article mériterait d'être repris intégralement dans la loi de modernisation puisqu'il règle les relations avec les Etats non-membres de l'Union européenne. C'est ce que faisait la proposition de loi en instituant un titre spécifique (titre V) qui reprenait ce seul article.

Il suffirait alors de dire que le public ne peut être sollicité en vue d'opérations sur un marché d'instruments financiers d'un pays non-membre de l'Union européenne que si ce marché a été reconnu dans des conditions fixées par décret.

Le **paragraphe 4°** abroge les articles premier, 2, 4 à 9, 17 et 17 bis de la loi de 1885. Il abroge donc l'essentiel de la loi de 1885, à l'exception des dispositions applicables aux démarcheurs financiers.

La proposition de loi adoptée par la commission en juin 1995 reprenait, en les rendant cohérentes avec les lois de 1966 et de 1972, les dispositions de la loi de 1885 relatives au démarchage financier. Par conséquent, l'abrogation complète de cette loi était possible.

II. LA POSITION DE LA COMMISSION

Votre commission vous demande de préciser le premier paragraphe 1° de cet article.

Elle aurait également souhaité que l'article 18 de la loi sur les marchés à terme, dont la portée excède largement le seul démarchage sur les marchés à terme, soit repris en loi financière. Elle renonce néanmoins à vous proposer cette modification, compte tenu de la prochaine codification.

Décision de la commission : votre commission vous demande de modifier, pour précision, le paragraphe 1° de cet article.

Article 58

Dispositions de coordination concernant la loi de 1988 sur les sociétés de bourse

Commentaire : le présent article procède à la coordination nécessaire de la loi du 22 janvier 1988 sur les sociétés de bourse.

Le **paragraphe I** procède à l'abrogation de la loi de 1988 sur les bourses de valeur, à l'exception des articles 12 à 18 (dispositions particulières à la Commission des opérations de bourse) et 27 à 29 (dispositions modifiant des lois en vigueur).

La question qui se pose ici est de savoir si l'abrogation de dispositions modificatrices rétablit les textes modifiés dans leur version initiale. Si oui, il faut laisser ce paragraphe en l'état. Sinon, on peut abroger purement et simplement la loi de 1988 dans son entier, comme le faisait l'article 159 de la proposition.

On observera que l'article 30 de la loi de 1988 a déjà été abrogé.

Votre commission vous proposera une solution permettant d'abroger purement et simplement la loi de 1988.

Le **paragraphe II** prévoit de remplacer dans tous les textes législatifs et réglementaires en vigueur, les mots : "sociétés de bourse" par les mots : "entreprises d'investissement ou établissements de crédit qui fournissent des services d'investissement".

Le premier tiret de l'article 162 remplaçait les mots : "sociétés de bourse" par les mots : "entreprises d'investissement". La question se pose de savoir s'il faut également englober les établissements de crédit.

Par coordination, votre commission vous propose de remplacer ce visa par celui de prestataire de services d'investissement.

Le **paragraphe III** prévoit d'abroger l'article 44 de la loi du 14 décembre 1985 sur les valeurs mobilières.

Il s'agit d'une disposition spécifique aux agents des marchés interbancaires qui n'a plus de raison d'être avec la disparition de ce statut.

Décision de la commission : votre commission vous demande de modifier les paragraphes I et II du présent article.

Article 59

Dispositions de coordination concernant la loi de 1984 sur les établissements de crédit

Commentaire : le présent article procède à la coordination nécessaire de la loi de 1984 sur les établissements de crédit.

I. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

Le **paragraphe I** prévoit de soumettre les entreprises d'investissement aux obligations prévues pour les établissements de crédit aux articles 6, 16, 33 (6°), 51 et 54 de la loi bancaire en ce qui concerne les règles d'agrément et l'établissement des comptes consolidés.

On observera d'une façon générale que la technique de la législation par référence, qui peut être admise s'agissant des autorités de contrôle des entreprises d'investissement, dans la mesure où ce seront les mêmes que celles des établissements de crédit, n'est pas adéquate pour fixer les obligations spécifiques aux entreprises d'investissement. Il vaudrait mieux, dans un souci de lisibilité et de cohérence que ces principes soient repris dans le corps même de la loi de modernisation. Faute de quoi, on obscurcirait le droit existant et on dénaturerait la loi bancaire.

1) l'article 6 prévoit que les entreprises d'investissement pourront prendre des participations dans des entreprises existantes ou en création.

Votre commission vous proposant de reprendre cette obligation en article additionnel après l'article 5, cette référence ne se justifie plus.

2) l'article 16 prévoit que les établissements de crédit doivent disposer d'un capital libéré ou d'une dotation versée d'un montant au moins égal à une somme fixée par le comité de la réglementation bancaire.

Il prévoit également que tout établissement de crédit doit justifier à tout moment que son actif excède effectivement d'un montant au moins égal au capital minimum le passif dont il est tenu envers les tiers.

Il prévoit enfin que les succursales d'établissements de crédit dont le siège social est à l'étranger sont tenues de justifier d'une dotation employée en

France d'un montant au moins égal au capital minimum exigé des établissements de crédit de droit français.

Par opposition, la proposition de loi prévoyait (article 16 2°) que le CMF n'accorde l'agrément que si l'entreprise d'investissement dispose, **compte tenu de la nature du métier qu'elle souhaite exercer, d'un capital initial suffisant déterminé par le règlement général du CMF** ; ce qui était la transposition exacte de l'article 3 point 3 de la directive.

Sous réserve de ce qui sera dit au paragraphe II relatif à la modification de l'article 35 de la loi bancaire, cette disposition n'est pas satisfaisante car elle ne souligne pas assez, dans les conditions posées pour délivrer l'agrément des entreprises d'investissement et plus généralement des prestataires de services d'investissement, **la nécessité de pondérer l'exigence en capital par la nature du métier exercé.**

On observera que l'article 17 est modifié également au paragraphe VII du présent article.

Votre commission vous proposant de reprendre ces dispositions à l'article 33 du présent projet, cette référence ne se justifie plus.

3) **l'article 33** donne compétence au comité de la réglementation bancaire pour déterminer les normes de gestion que les établissements de crédit doivent respecter en vue notamment de garantir leur liquidité, leur solvabilité et l'équilibre de leur structure financière.

Sur le fond, votre commission des finances admet que cette compétence soit donnée au CRB. Mais elle souhaite que la composition de cette autorité et son titre soient modifiés.

On notera que la compétence du CRB pour fixer le "*montant du capital*" des entreprises d'investissement est arrêtée plus loin dans l'article au paragraphe IX par insertion d'un 1° bis dans l'article 33 de la loi bancaire.

Sur la forme, votre commission vous proposant de fixer les conditions d'agrément dans un article additionnel après l'article 33, cette référence ne se justifie plus.

4) **l'article 51** de la loi bancaire établit les principes généraux concernant les règles de liquidité et de solvabilité que les établissements de crédit doivent respecter.

La proposition de loi confiait ce pouvoir au CMF, dans des termes identiques à ceux de l'article 51 de la loi bancaire.

Les dispositions de l'article 51 de la loi bancaire sont les mêmes que celles de l'article 33 du présent projet de loi, tel que vous propose de le rédiger votre commission. Par conséquent la présente référence ne se justifie plus.

5 l'article 54 de la loi bancaire impose aux établissements de crédit d'établir leurs comptes sous une forme consolidée.

Votre commission vous proposant de reprendre cette obligation dans un article additionnel après l'article 5, cette référence ne se justifie plus.

Par conséquent votre commission vous propose de supprimer le présent paragraphe.

Le paragraphe II du projet modifie les articles 35 et 49 de la loi bancaire.

1) l'article 35 prévoit que les règlements du comité de la réglementation bancaire peuvent être différents selon le statut juridique des établissements de crédit, l'étendue de leurs réseaux ou les caractéristiques de leurs activités. Ces règlements peuvent en outre prévoir, en tant que de besoin, les conditions d'octroi de dérogations individuelles à titre exceptionnel et temporaire.

2) l'article 49 prévoit que toute personne qui participe ou a participé au contrôle des établissements de crédit est tenue au secret professionnel sous les peines prévues à l'article 378 du code pénal.

La modification de ces deux articles apparaît pertinente, compte tenu, notamment, de l'extension du contrôle de la Commission bancaire aux entreprises d'investissement.

Le paragraphe III procède à un simple "toiletage" de l'article 11 de la loi bancaire qui comportait encore la référence aux "agents de change". Cet article prévoit que l'interdiction d'effectuer des opérations de banque à titre habituel ou de recevoir des fonds à vue ou à moins de deux ans de terme ne s'applique pas aux entreprises d'assurance, aux sociétés de réassurance aux sociétés de bourse, aux organismes collecteurs de la participation des employeurs à l'effort de construction.

En la forme, ce paragraphe semble a priori inutile puisque l'article 25 de la loi du 22 janvier 1988 a déjà remplacé "*dans tous les textes législatifs et réglementaires en vigueur*", les termes "*agents de change*" par les termes sociétés de bourse et que le paragraphe II de l'article 58 remplace à son tour, dans tous les textes législatifs et réglementaires en vigueur, les mots "*sociétés*

de bourse" par les mots "entreprises d'investissement ou établissements de crédit qui fournissent des services d'investissement".

Il vous est donc proposé de supprimer ce paragraphe.

Le **paragraphe IV** modifie l'article 13 de la loi bancaire afin de soumettre les dirigeants des entreprises d'investissement au même régime d'interdiction que celui applicable aux établissements de crédit.

L'article 12 de la proposition de loi reprenait cet article mais procédait à l'actualisation des visas du code pénal qui sont désormais périmés dans la loi bancaire, compte tenu de l'intervention du nouveau code pénal.

L'insertion d'un article additionnel après l'article 10 du présent projet, que vous propose par ailleurs votre commission, rendrait inutile cette modification et l'alignement des entreprises d'investissement sur un dispositif désormais périmé.

Le **paragraphe V** modifie l'article 14 de la loi bancaire qui interdit à tout établissement de crédit d'utiliser une dénomination, une raison sociale, une publicité ou, d'une façon générale des expressions faisant croire qu'il est agréé en tant qu'établissement de crédit.

La proposition de loi reprenait cet article à l'identique en le transposant aux entreprises d'investissement. Il apparaît souhaitable en tout état de cause de bien distinguer les deux interdictions.

Le **paragraphe VI** étend la procédure prévue à l'article 15-1 de la loi bancaire pour les établissements de crédit. Cet article prévoit que lorsqu'une entreprise d'un État non-membre de l'Union demande à prendre une participation dans un établissement de crédit ou lorsqu'elle sollicite son agrément auprès du CEC, celui-ci limite ou suspend sa décision sur demande du Conseil ou de la Commission des Communautés européennes si ces autorités le lui demandent, après avoir constaté que les établissements de crédit ayant leur siège social dans un État membre n'ont pas accès au marché de cet État tiers ou n'y bénéficient pas du même traitement.

Il s'agit d'une disposition très utile qui était prévue dans des termes analogues par l'article 34 de la proposition. En toute cohérence, cette disposition trouverait mieux sa place dans le corps même de la loi financière dans un titre "Relations avec les pays non-membres de l'Union" à créer (voir article 57 3° du projet). Néanmoins, votre commission vous propose de renvoyer ce problème au projet de code monétaire et financier.

Le **paragraphe VII** étend le champ d'application de l'article 17 de la loi bancaire qui pose le principe de l'obligation dite des "quatre yeux" comme

condition nécessaire pour être agréé comme établissement de crédit, aux entreprises d'investissement.

L'adoption de l'article additionnel après l'article 9 (article 9 bis) que vous propose par ailleurs votre commission, rendrait inutile cette modification.

Le **paragraphe VIII** étend le champ de compétence du Comité de la Réglementation bancaire aux entreprises d'investissement, s'agissant des dérogations ou des autorisations individuelles.

Ce paragraphe serait rendu inutile par l'insertion d'un article additionnel avant l'article 9 modifiant les missions et la composition du Comité de la réglementation bancaire.

Le **paragraphe IX** modifie l'article 33 de la loi bancaire pour étendre la compétence du CRB aux règles prudentielles que doivent respecter les entreprises d'investissement.

- l'insertion d'un 1° *bis* a pour effet de donner compétence au CRB pour fixer le "montant du capital des entreprises d'investissement et les conditions dans lesquelles des participations directes ou indirectes peuvent être prises".
- la modification du 5° donne compétence au CRB pour fixer "l'organisation des services communs" des entreprises d'investissement.
- la modification du 7° donne compétence au CRB pour fixer les règles de consolidation des comptes applicables aux entreprises d'investissement.
- l'insertion d'un 10° donne compétence au CRB pour fixer les règles applicables à l'organisation comptable, aux mécanismes de contrôle et de sécurité dans le domaine informatique ainsi que les procédures de contrôle interne.

Cette modification serait rendue inutile par l'insertion d'un article additionnel après l'article 33 du présent projet.

Le **paragraphe X** modifie l'article 34 de la loi bancaire qui établit la liste des matières exclues du champ de compétence du CRB, afin de faire entrer dans ce champ "*les règles applicables à la fourniture de services d'investissement par les entreprises d'investissement et les établissements de crédit*".

Cette modification semble *a priori* tout à fait pertinente. Néanmoins, elle mérite d'être considérée avec attention, dans la mesure où votre commission vous propose par ailleurs de donner compétence au CRB pour

fixer les règles relatives à l'accès des entreprises d'investissement aux marchés interbancaires.

Le **paragraphe XI** prévoit de compléter l'article 41-1 de la loi bancaire qui permet à la Commission bancaire d'autoriser les autorités chargées de la surveillance d'un établissement de crédit dans un pays de l'Union, à effectuer des contrôles sur pièces et sur place portant sur le respect des normes de gestion harmonisées au plan communautaire.

Cette modification semble pertinente.

Le **paragraphe XII** modifie les articles 43, 80, 81, 82 et 83 de la loi bancaire afin d'en étendre le champ d'application aux entreprises d'investissement.

1) **l'article 43** de la loi bancaire prévoit que, si la situation d'un établissement de crédit le justifie, la commission bancaire peut lui adresser une injonction à l'effet notamment de prendre dans un délai déterminé toutes mesures destinées à rétablir ou renforcer son équilibre financier ou à corriger ses méthodes de gestion.

Cette modification paraît tout à fait pertinente.

La proposition de loi prévoyait également que la commission bancaire puisse prendre les mesures prévues aux articles 43 à 46 de la loi bancaire, à la seule réserve qu'elle devait en avertir le CMF.

La proposition de loi prévoyait également la possibilité pour le CMF de demander à la commission bancaire de prendre à l'égard d'une entreprise d'investissement, les mesures prévues aux articles 43 à 46 (article 41 de la proposition de loi). Cette possibilité n'a pas été retenue dans le projet de loi.

Mais elle serait rendue inutile par les propositions que vous fait votre commission par ailleurs.

2) **l'article 80** prévoit les sanctions pénales applicables aux dirigeants qui n'auront pas, pour chaque exercice, dressé l'inventaire ou établi des comptes annuels.

La proposition de loi prévoyait un article identique. Sur la forme, il serait souhaitable de sortir cet article de la loi bancaire, ne serait-ce que parce qu'à l'avenir des délits spécifiques aux entreprises d'investissement pourront apparaître nécessaires et qu'il sera plus facile, à ce moment là, de disposer d'un titre spécifique aux entreprises d'investissement. Par ailleurs la dissociation des deux corpus rendra plus facile la codification.

3) l'article 81 prévoit les peines applicables aux dirigeants des établissements de crédit qui n'auront pas provoqué la désignation des commissaires aux comptes de l'établissement ou ne les auront pas convoqués à toute assemblée générale.

4) l'article 82 prévoit les peines applicables aux dirigeants d'un établissement de crédit qui n'auront pas publié leurs comptes annuels.

5) l'article 83 prévoit les peines applicables aux dirigeants d'un établissement de crédit qui n'auront pas établi leurs comptes sous une forme consolidée.

Il serait souhaitable d'intégrer le *corpus* pénal applicable aux prestataires de services d'investissement dans le texte même de la loi financière.

Votre commission des finances s'en remet sur ce point à votre commission des lois.

Le **paragraphe XIII** étend le champ d'application de l'article 44 de la loi bancaire aux entreprises d'investissement. Cet article prévoit que la Commission bancaire peut désigner un administrateur provisoire auquel sont transférés tous les pouvoirs d'administration, de direction et de représentation de la personne morale.

Ce paragraphe peut être adopté en l'état (voir article 40 de la proposition de loi).

Le **paragraphe XIV** étend le champ des obligations comptables applicables aux établissements de crédit en vertu des articles 340 et 341 de la loi de 1966 sur les sociétés commerciales aux entreprises d'investissement.

La proposition de loi proposait un article identique à celui-ci.

Le **paragraphe XV** étend la compétence que la Commission bancaire détient, en vertu de l'article 53-1 de la loi bancaire, vis à vis des commissaires aux comptes des établissements de crédit, à ceux des entreprises d'investissement.

Il s'agit d'une modification pertinente mais qu'il serait préférable de reprendre en loi financière.

Le **paragraphe XVI** étend le champ d'application de l'article 55 de la loi bancaire aux entreprises d'investissement. Cet article pose le principe de la publication annuelle des comptes et donne compétence à la Commission bancaire pour s'assurer que ces publications sont régulièrement effectuées.

La proposition de loi proposait un article identique à celui-ci (article 101). Il serait préférable de reprendre cet article en loi financière.

Le **paragraphe XVII** étend le champ d'application de l'article 56 de la loi bancaire aux entreprises d'investissement. Cet article soumet les établissements de crédit aux articles 101 à 106 de la loi du 24 juillet 1966 relative aux sociétés commerciales.

La proposition de loi proposait un article identique (article 102) à celui-ci. Il serait préférable de reprendre cet article en loi financière.

Le **paragraphe XVII** étend le champ d'application de l'article 57 de la loi bancaire aux entreprises d'investissement. Cet article soumet au secret professionnel tous les membres dirigeants et les employés des établissements de crédit. Il prévoit toutefois que ce secret n'est pas opposable à la Commission bancaire, à la Banque de France ou à l'autorité judiciaire.

La proposition de loi proposait un article identique (article 105) à celui-ci.

La non-modification du 2ème alinéa de l'article 57 de la loi bancaire pourrait laisser supposer que le secret professionnel est opposable au CMF et aux entreprises de marché. Toutefois, il faut se souvenir que le premier alinéa du paragraphe II de l'article 40 prévoit précisément que le secret professionnel ne peut être opposé au Conseil des marchés financiers ni aux entreprises de marché lorsqu'elles assistent ce dernier.

Il serait préférable de reprendre cet article en loi financière.

Le **paragraphe XIX** abroge l'article 68 de la loi bancaire relatif au statut des Agents des marchés interbancaires et le **paragraphe XX** en tire les conséquences à l'article 69 de la loi bancaire.

La proposition de loi proposait un article identique (article 158) à celui-ci. Ces paragraphes pourraient être adoptés sans modification.

Le **paragraphe XXI** prévoit que les compagnies financières définies à l'article 72 de la loi bancaire pourront avoir pour filiale des entreprises d'investissement.

Il s'agit d'une modification pertinente, mais qui soulève le problème de l'utilité de cette catégorie juridique dans un environnement post DSI.

Le **paragraphe XXII** tire les conséquences de la modification de l'article 72 de la loi bancaire relatif aux compagnies financières.

Il s'agit d'une modification pertinente pouvant être adoptée sans modification.

Le **paragraphe XXIII** procède à la substitution des termes "*Association Française des établissements de crédit*" par les termes "*Association Française des établissements de crédit et des entreprises d'investissement*" dans tous les textes législatifs et réglementaires en vigueur.

Par coordination avec ses propositions antérieures (création d'une "*Association française des entreprises d'investissement*"), votre commission vous demande de supprimer ce paragraphe.

Il est intéressant de noter que l'article 52-1 de la loi bancaire, relatif à l'obligation d'adhérer à un système de garantie destiné à indemniser les déposants en cas d'indisponibilité des titres n'est pas prévu. Il faut relier cette omission volontaire au projet de directive européenne relative aux systèmes de garantie des investisseurs.

II. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION

Votre commission vous demande de tenir compte des observations ci-dessus et par conséquent de supprimer les paragraphes I, III à V, VII à IX, XVI à XVIII et XXIII de cet article.

Décision de la commission : votre commission vous demande de supprimer les paragraphes ci-dessus mentionnés de cet article.

Article 60

Dispositions de coordination concernant la loi de 1966 sur les sociétés commerciales et la loi du 26 juillet 1991 portant DDOEF, dans ses dispositions relatives à la modernisation financière

Commentaire : le présent article procède aux coordinations nécessaires de la loi de 1966 sur les sociétés commerciales avec le présent projet de loi. Il abroge également le paragraphe V de l'article 19 de la loi de 1991 qui qualifie de "réglementé" le marché des titres de créances négociables.

Le **paragraphe I** prévoit de remplacer dans la loi de 1966 les termes "à la cote officielle ou à celle du Second marché" par ceux de "marchés réglementés".

Pour l'examen de ce paragraphe, votre commission des finances s'en est remise à l'appréciation de la commission des lois.

Le **paragraphe II** prévoit de compléter le paragraphe I de l'article 19 de la loi n° 91-716 du 26 juillet 1991 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier afin de prévoir que : "les titres de créance sont négociables sur un marché réglementé ou de gré à gré".

Il prévoit également d'abroger le paragraphe V de ce même article qui prévoit :

"Le marché des titres de créances négociables est réglementé par le comité de la réglementation bancaire statuant dans les formes prévues à l'article 32 ¹de la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 ; le règlement prévoit les dispositions propres à assurer le bon fonctionnement du marché des titres de créances négociables".

Cette abrogation est la conséquence de la non-reconnaissance du marché des TCN comme marché réglementé.

¹ L'article 32 de la loi bancaire dispose que : "les règlements du comité de la réglementation bancaire et les décisions du comité des établissements de crédit, qui doivent être motivés, sont susceptibles de recours devant la juridiction administrative. Les règles sont publiés au Journal officiel de la République française, après homologation par le ministre chargé de l'économie et des finances."

En effet, on rappelle que sur un marché de gré à gré, seuls les intermédiaires sont réglementés et contrôlés, à l'exception des opérations.

Dans ces conditions, il ne semble en effet plus possible d'affirmer que le marché des TCN est "réglementé" sans plus de précision.

Seuls en effet, d'une part, les produits (conditions d'émission, durée...) et, d'autre part, les intermédiaires (obligations d'informations...) devraient continuer à faire l'objet d'une réglementation sur un marché de pur gré à gré.

Les opérations elles-mêmes pourraient éventuellement continuer à faire l'objet d'une réglementation, sans pour autant que le marché soit reconnu comme réglementé : nous serions alors dans le cadre d'un marché organisé (pour plus de précisions sur cette notion, se reporter à l'exposé général : présentation des concepts). Mais cette précision n'a pas à figurer dans la loi.

La question est donc de savoir dans quelle mesure cette abrogation porte atteinte, ou non, à la compétence de notre Banque centrale pour définir et mettre en oeuvre la politique monétaire ?

De ce point de vue, il est important de distinguer deux niveaux d'analyse :

- D'une part, l'élaboration de la règle ;
- D'autre part, la mise en oeuvre de la règle.

1. L'élaboration de la règle

Actuellement, la Banque de France et la direction du Trésor participent conjointement à l'élaboration de la règle par le truchement du Comité de la réglementation bancaire. C'est la cotutelle du système bancaire, dont la gestion au quotidien ne semble pas toujours être, selon les informations dont dispose votre rapporteur, d'une grande facilité.

Cette situation est elle remise en cause par l'abrogation du V de l'article 19 de la loi du 26 juillet 1991 ?

La réponse est négative, car cet article ne constitue pas la base légale du pouvoir de réglementation du Comité de la réglementation bancaire.

En effet, il suffit de se reporter aux règlements qui régissent actuellement l'organisation du marché interbancaire ¹ pour constater, d'une part, que **ces règlements** ont été pris bien avant l'adoption par le Parlement de la loi de 1991 et qu'ils ne sauraient trouver en elle leur **base légale** et, d'autre part, que cette base légale **se trouve**, comme l'indiquent les visas des arrêtés d'homologation de ces règlements, **dans "la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit et, notamment, son article 33"**.

Cet article dispose en effet que :

"Le comité de la réglementation bancaire établit la réglementation concernant notamment :

6° les normes de gestion que les établissements de crédit doivent respecter en vue notamment de garantir leur liquidité, leur solvabilité et l'équilibre de leur structure financière ;

8° sous réserve des compétences conférées au Conseil de la politique monétaire de la Banque de France par la loi n° 93-980 du 4 août 1993 relative au statut de la Banque de France et au contrôle des établissements de crédit, les instruments et les règles du crédit."

Dans ces conditions, l'abrogation du V de l'article 19 n'affecte pas le pouvoir de réglementation du CRB tant sur le marché monétaire que sur son compartiment plus restreint qu'est le marché interbancaire.

Son abrogation présente au contraire le mérite de ne pas entretenir de confusion sur la nature réglementée ou non du marché des titres de créance négociables, dont par ailleurs personne ne conteste le fait qu'il ne doive pas être déclaré réglementé au sens de la DSI.

2. La mise en oeuvre de la règle

L'abrogation du V de l'article 19 de la loi de 1991 ne porte pas non plus atteinte aux pouvoirs de la Banque de France qui, en vertu de l'article 7 de la loi du 4 août 1993 et du décret du 13 février 1992 dont on rappelle (voir commentaire de l'article 22) qu'ils prévoient respectivement que :

¹ Règlement n° 85-17 du 17 décembre 1985 relatif au marché interbancaire, Journal officiel du 18 décembre 1985 p. 14 722 et règlement n° 86-18 du 24 novembre 1986 relatif aux organismes autorisés à intervenir temporairement sur le marché interbancaire, Journal officiel du 18 décembre 1986 p. 15 150.

"Dans l'exercice de ses attributions, le Conseil (de la politique monétaire) définit les opérations auxquelles procède la Banque (de France), et notamment les modalités d'achat ou de vente, de prêt ou d'emprunt, d'escompte, de prise en gage, de prise ou de mise en pension de créances et d'émission de bons portant intérêt. Il détermine la nature et l'étendue des garanties dont sont assortis les prêts consentis par la Banque dans le cadre de la conduite de la politique monétaire.

"Il définit également les obligations que la politique monétaire peut conduire à imposer aux établissements de crédit et notamment l'assiette et les taux des réserves obligatoires qui, le cas échéant, s'appliquent dans le cadre comptable de la réglementation bancaire."

Par ailleurs, le décret n° 92-137 du 13 février 1992 relatif aux titres de créances négociables, dont la base légale n'est pas affectée par le présent article, précise, en son article 2, que :

"La Banque de France veille au respect par les émetteurs de titres de créances négociables des conditions d'émission prévues par la loi du 26 juillet 1991 susvisée. Elle peut suspendre ou interdire d'émission un émetteur qui manque au respect de ces dispositions.

"Pour l'exercice de cette mission, elle est informée de l'entrée des nouveaux émetteurs sur ce marché dans les conditions prévues au présent décret et elle reçoit communication immédiate par les émetteurs des dossiers de présentation financière et de leurs mises à jour prévus par les articles 8 et 13 du présent décret".

II. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION

Dans la mesure où le paragraphe II du présent article ne porte pas atteinte aux attributions de la Banque de France et à l'exercice, plein et entier, de sa mission, votre commission vous demande d'adopter, sans modification, le paragraphe II du présent article.

Décision de la commission : votre commission vous demande d'adopter le paragraphe II de cet article.

CHAPITRE IV

DISPOSITIONS D'APPLICATION

Article 61

Dispositions relatives aux personnes morales exerçant déjà des activités de services d'investissement et à la déclaration de marchés réglementés

Commentaire : le présent article prévoit de dispenser les personnes morales déjà autorisées à fournir un ou plusieurs services d'investissement de la procédure d'agrément prévue à l'article 9. Il prévoit par ailleurs que les marchés de valeur mobilières (marché boursier) ainsi que les marchés à terme (MATIF, MONEP, marché à terme de marchandises) soient déclarés réglementés par la loi.

I. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

Le **paragraphe I** du présent article prévoit que les personnes morales autorisées à fournir un ou plusieurs services d'investissement à la date d'entrée en vigueur de la directive sont dispensées de la procédure d'agrément en tant qu'entreprises d'investissement et bénéficient de plein droit du passeport européen. Elles devront néanmoins effectuer une déclaration d'activité auprès du CMF.

Il s'agit d'une "*grand father clause*". L'article 165 de la proposition de loi prévoyait une procédure plus contraignante puisque les personnes exerçant une activité de services d'investissement étaient censées mettre leurs statuts en harmonie avec la présente loi. Le CMF établissait dans les trois mois la liste des établissements qui satisfaisaient à ces obligations et leur délivrait ainsi la qualité d'entreprises d'investissement.

Ce dispositif inspiré des articles 95, 98 et 100 de la loi bancaire paraît préférable à celui proposé par le projet de loi dans la mesure où il est important de pouvoir individualiser, établissement par établissement, les

services autorisés et ceux qui devront, au contraire, faire l'objet d'une procédure d'agrément.

En effet, en prévoyant qu'il suffit d'exercer "un ou plusieurs" services d'investissement pour être dispensé des procédures d'agrément, cet article pourrait aboutir à ce que, par exemple, des simples transmetteurs d'ordre puissent fournir des services de négociation pour compte de tiers.

La procédure doit donc être amendée sur ce point.

Le **paragraphe II** de cet article prévoit que, jusqu'au 1^{er} janvier 1997, les marchés de valeurs mobilières et les marchés à terme sont reconnus comme des marchés réglementés.

Il s'agissait d'éviter que le retard pris dans l'entrée en vigueur de la présente loi n'empêche de déclarer réglementés les marchés français au sens de la DSI.

Cette disposition devient en partie inutile avec le vote des dispositions transitoires adoptées dans le cadre de l'article 2 de la loi n° 96-109 du 14 février 1996 relative aux relations financières avec l'étranger en ce qui concerne les investissements étrangers en France.

Néanmoins, il convient de prévoir une disposition transitoire pour régler la situation entre la date de promulgation de la présente loi et la mise en place du CMF, afin que celui-ci dispose du temps nécessaire pour mettre en oeuvre la procédure prévue à l'article 22 du projet de loi.

II. LA POSITION DE LA COMMISSION

Votre commission vous demande de modifier le présent article afin de tenir compte des observations ci-dessus.

Décision de la commission : votre commission vous demande de modifier le présent article.

Article 62

Déclaration concernant les personnes morales françaises ou d'un pays de l'Union exerçant déjà des activités de services d'investissement en libre prestation ou en libre établissement

Commentaire : le présent article attribue au Conseil des marchés financiers la compétence de communiquer avec les autorités compétentes des autres Etats membres au sujet des prestataires de services d'investissement exerçant en libre prestation ou en libre établissement.

I. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

Le **paragraphe I** de cet article prévoit que le CMF communique aux autorités compétentes de chacun des autres Etats membres, la liste des prestataires de services d'investissement français qui exercent en libre établissement ou en libre prestation dans ces Etats membres.

Le **paragraphe II** prévoit que le Conseil des marchés financiers soit le destinataire des informations fournies par les autorités compétentes des Etats membres de l'Union au sujet des entreprises d'investissement qui exercent déjà en France par la voie de la libre prestation ou du libre établissement. Le CMF transmet ces informations au CEC.

II. LA POSITION DE LA COMMISSION

Votre commission estimant plus cohérent de donner cette compétence à l'autorité chargée de délivrer l'agrément vous demande de supprimer cet article, par coordination avec l'article additionnel qu'elle vous demande d'insérer après l'article 10 qui confie cette compétence au Comité des établissements financiers.

Décision de la commission : votre commission vous demande de supprimer cet article par coordination.

Article 63

Dispositions transitoires concernant le Conseil des bourses de valeurs et le Conseil du marché à terme et subrogation du Conseil des marchés financiers dans les droits et obligations de ces institutions

Commentaire : le présent article prévoit que le CMF soit subrogé dans les droits et obligations du CBV et du CMT à compter de la date de publication au Journal officiel de son installation. Il prévoit également que le CMF exerce les compétences dévolues au CBV et au CMT non prévues par les dispositions législatives en vigueur non abrogées.

Le premier alinéa du présent article prévoit de donner compétence au CMF pour exercer les compétences dévolues au CBV et au CMT non abrogées par la présente loi. Il s'agit en particulier des attributions de ces autorités concernant le démarchage financier.

Le deuxième alinéa autorise le CBV et le CMT à continuer à exercer leurs fonctions jusqu'à l'installation du CMF. Il organise ce faisant la transition entre les différents organismes.

Enfin, le dernier alinéa prévoit que le CMF est subrogé dans les droits et obligations du CBV et du CMT.

Cet article ne soulève, semble-t-il, aucune difficulté et votre commission vous demande de l'adopter sans modification.

Décision de la commission : votre commission vous demande d'adopter cet article sans modification.

Article additionnel après l'article 63

Rapport d'application de la présente loi

Commentaire : le présent article additionnel prévoit un rapport d'information sur les conditions d'application de la présente loi. Ce rapport sera élaboré par le Gouvernement et remis au Parlement. Il précisera, notamment, les difficultés soulevées par le fait que des personnes physiques puissent être agréées en tant qu'entreprises d'investissement dans leur pays d'origine et exercer en France en libre prestation de services ou en libre établissement.

Le présent projet de loi va entraîner des modifications substantielles dans l'architecture institutionnelle de notre place financière. Il va également modifier considérablement les conditions de concurrence entre les intermédiaires, banques et non banques d'un côté, négociateurs et gestionnaires de l'autre. Il n'est donc pas illégitime qu'un rapport soit établi par le gouvernement pour rendre compte de son application.

Le fait de ne pas autoriser les personnes physiques à accéder au statut d'entreprise d'investissement peut être sources de difficultés (voir article 23 et article additionnel après l'article 23)

Votre commission vous demande donc de prévoir qu'un rapport soit établi, après un temps raisonnable, sur la mise en oeuvre de la présente loi.

Décision de la commission : votre commission vous demande d'adopter le présent article additionnel.

EXAMEN EN COMMISSION

Réunie, le **mercredi 6 mars 1996** sous la présidence de M. Christian Poncelet, président, puis de M. François Trucy, secrétaire, la commission a, tout d'abord, procédé à l'examen du rapport de **M. Philippe Marini** sur le **projet de loi n° 157 (1995-1996) de modernisation des activités financières.**

M. Philippe Marini, rapporteur, a rappelé, à titre liminaire, que ce projet de loi transposait en droit français la directive 93-22 CEE du Conseil du 10 mai 1993 concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières, qui aurait dû normalement entrer en vigueur le 31 décembre 1995.

M. Philippe Marini, rapporteur, a également rappelé qu'un groupe de travail sur ce sujet avait été constitué en janvier 1994 au sein de la commission des finances du Sénat, et que ce groupe avait remis un rapport d'information six mois plus tard. Une proposition de loi, qui traduisait les conclusions du groupe de travail, et dont les auteurs étaient MM. Jean Arthuis, Philippe Adnot, Bernard Barbier, Ernest Cartigny, Jean Clouet, Philippe Marini et Jacques Oudin, avait été déposée en février 1994 et examinée par la commission des finances le 28 juin 1995.

Enfin, le gouvernement a adopté un projet de loi en Conseil des ministres le 3 janvier dernier.

Après cette brève rétrospective, **M. Philippe Marini, rapporteur**, a identifié les trois caractéristiques de la directive relative aux services d'investissement : une liberté nouvelle, qui réside dans la possibilité d'exercer librement les métiers du titre dans tous les pays de l'Union européenne ; un problème juridique lourd, qui est de savoir dans quelle mesure le droit français est favorable ou non à cette liberté ; un enjeu économique très important enfin qui réside dans les conséquences de l'ouverture européenne pour les intermédiaires financiers.

M. Philippe Marini, rapporteur, a ensuite insisté sur l'importance que revêtait, dans le projet de loi, certaines définitions, telles que celles des instruments financiers ou des marchés réglementés.

Le rapporteur s'est ensuite livré à une brève comparaison du projet de loi et de la proposition de loi adoptée par la commission des finances en juin 1995, en rappelant que ce dernier texte ne retenait que les statuts

d'établissement de crédit et d'entreprise d'investissement, et définissait un système de contrôle simple basé sur une autorité publique, le conseil supérieur de l'épargne publique et de l'investissement (ex-commission des opérations de bourse), et une autorité professionnelle, le conseil des marchés financiers. Cette proposition de loi, éloignée des préoccupations immédiates de la place, ne put recueillir de consensus, ce qui n'était d'ailleurs pas son but.

M. Philippe Marini, rapporteur, a souligné que le projet de loi soumis à l'examen du Parlement avait considérablement évolué depuis les débuts de son élaboration : c'est ainsi que les rédacteurs du texte avaient renoncé à intégrer les entreprises d'investissement dans la loi bancaire, que la procédure d'agrément avait été très largement revue, et que la composition de la commission des opérations de bourse avait été substantiellement modifiée tandis que sa compétence réglementaire était définie avec beaucoup plus de précision.

Toutefois, selon **M. Philippe Marini, rapporteur**, le projet de loi ne va pas assez loin dans la clarification des statuts, ni dans la répartition des compétences en matière de contrôle.

Aussi, le rapporteur a-t-il estimé devoir proposer à la commission une nouvelle série de propositions ayant fait l'objet de sa part d'une toute récente concertation. Cette synthèse repose tout d'abord sur une reconnaissance accentuée de la spécificité des métiers du titre, sans remise en cause de l'approche de la banque universelle, et impliquant à la fois une revalorisation du statut des entreprises d'investissement, qui devraient notamment pouvoir accéder au marché interbancaire, l'émergence du concept de prestataire de services d'investissement qui devrait permettre de tracer nettement la ligne de partage entre les métiers du titre et du crédit, et enfin une clarification de la composition et du rôle respectif des autorités de contrôle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement.

Enfin, **M. Philippe Marini, rapporteur**, a présenté l'autre volet de ses propositions, visant à mieux prendre en compte l'autonomie des métiers de la gestion au sein des métiers du titre, et qui comporte notamment l'attribution à la commission des opérations de bourse de la compétence pour approuver des programmes d'activité des gestionnaires pour compte de tiers, ainsi que pour élaborer et contrôler les règles de bonne conduite applicables à l'ensemble des gestionnaires.

A l'issue de cette présentation générale, un débat s'est instauré au sein de la commission.

En réponse à **M. François Trucy**, qui s'interrogeait sur l'opportunité de la légalisation du marché à terme du blé, le rapporteur a rappelé que le marché du blé en France continuerait à obéir aux mécanismes d'intervention communautaire. Il a précisé que ce type de marché existait à Chicago et à Londres et qu'il était sur le point de se créer à Hanovre et à Amsterdam.

Répondant à **M. Maurice Schumann**, le rapporteur a souligné que ses propositions d'amendements assuraient une extension du champ de compétence de la commission des opérations de bourse.

Enfin, en réponse à **M. Paul Loridant**, le rapporteur a souligné la difficulté créée par la différence conceptuelle entre les instruments monétaires, tels que définis par la Banque de France, et les instruments financiers retenus dans la directive européenne. Il a souligné que la Banque de France voyait ses préoccupations largement satisfaites par les pouvoirs qui lui étaient assignés dans la loi du 4 août 1993, concernant le contrôle de la liquidité bancaire.

S'agissant des maisons de titres, le rapporteur a souligné la nécessité de leur imposer un délai d'option permettant de solliciter un agrément en tant qu'établissements de crédit, dès lors qu'il proposait de les rattacher au statut d'entreprise d'investissement.

Enfin, **M. Philippe Marini, rapporteur**, est convenu que le projet de loi ferait progresser la transparence des opérations financières.

La commission a ensuite procédé à l'**examen des articles** du projet de loi.

A l'article premier (définition des instruments financiers), la commission a adopté un amendement de précision rédactionnelle.

La commission a ensuite adopté trois amendements de précision portant articles additionnels après l'article premier.

A l'article 2 (définition des métiers principaux d'investissement), la commission a adopté un amendement de précision, puis elle a adopté l'article 3 (définition des services connexes d'investissement) sans modification.

La commission a ensuite adopté un amendement de suppression de l'article 4 (nécessité d'un agrément pour effectuer des opérations de services en investissement pour compte de tiers), et deux amendements de conséquence portant articles additionnels avant l'article 5.

A l'article 5 (définition des entreprises d'investissement), la commission a adopté deux amendements de précision, puis elle a adopté deux amendements portant articles additionnels après l'article 5, visant, d'une part, à encadrer la prise de participation par des entreprises d'investissement dans d'autres personnes morales et la prise de participation dans des entreprises d'investissement, et, d'autre part, à restreindre l'objet social de ces entreprises.

La commission a ensuite adopté un amendement de coordination portant suppression de l'article 6 (capacité des établissements de crédit à fournir des services d'investissement), un amendement de coordination tendant à la suppression de l'article 7 (capacité des sociétés de gestion de portefeuille à fournir des services d'investissement), et un amendement de coordination portant suppression de l'article 8 (organisation de la profession).

Puis, la commission a adopté deux amendements portant articles additionnels avant l'article 9, le premier créant une division additionnelle, le second modifiant le nom et la composition des autorités chargées de l'agrément, de la réglementation et du contrôle des prestataires de services d'investissement.

A l'article 9 (agrément des entreprises d'investissement et des établissements de crédit exerçant des activités de services en investissement), la commission a adopté un amendement précisant la compétence des autorités délivrant l'agrément à la prestation de services en investissement.

Après l'article 9, la commission a adopté cinq amendements portant articles additionnels, les quatre premiers précisant les conditions d'agrément des entreprises d'investissement et, le cinquième instituant un comité consultatif de la gestion financière auprès de la commission des opérations de bourse.

La commission a ensuite adopté un amendement de conséquence à l'article 10 (conditions posées à la délivrance et au retrait de l'agrément des prestataires de services d'investissement), puis cinq amendements portant articles additionnels après l'article 10, les deux premiers définissant les conditions et les modalités du retrait d'agrément, le troisième précisant le statut des maisons de titres, le quatrième définissant l'appellation de courtiers en instruments financiers et, le cinquième précisant la compétence du comité des établissements financiers en matière de relations avec les autorités compétentes en matière d'agrément des autres états membres de l'Union européenne.

La commission a ensuite adopté six amendements portant articles additionnels après l'article 10, modifiant l'architecture du texte, portant coordination, et, enfin, créant une association française des entreprises d'investissement.

A l'article 11 (champ d'application de la loi), la commission a adopté deux amendements de précision, puis après l'article 11, un amendement de précision portant article additionnel.

A l'article 12 (composition du conseil des marchés financiers), la commission a adopté un amendement modifiant l'architecture du texte et un amendement aménageant la composition du conseil des marchés financiers.

A l'article 13 (formation plénière du conseil des marchés financiers), la commission a adopté un amendement de coordination, ainsi qu'à l'article 14 (formations spécialisées du conseil des marchés financiers) et à l'article 15 (formations disciplinaires du conseil des marchés financiers).

La commission a ensuite adopté deux amendements portant articles additionnels après l'article 15, définissant les règles de déontologie du conseil des marchés financiers, puis un amendement de conséquence supprimant l'article 16 (décret en Conseil d'Etat relatif aux formations disciplinaires du conseil des marchés financiers).

A l'article 17 (règlement général du conseil des marchés financiers), la commission a adopté deux amendements ayant pour objet, d'une part, de modifier l'architecture du texte et, d'autre part, de préciser le contenu du règlement général.

La commission a ensuite adopté un amendement portant article additionnel après l'article 17 dont l'objet est de définir le pouvoir réglementaire du conseil des marchés financiers en matière d'offres publiques.

A l'article 18 (pouvoirs du Gouvernement vis-à-vis du conseil des marchés financiers), la commission a adopté un amendement portant modification de l'architecture du texte et un amendement de coordination.

La commission a ensuite adopté deux amendements portant articles additionnels après l'article 18, définissant certains pouvoirs et compétences du conseil des marchés financiers.

La commission a adopté l'article 19 (rapport d'activité du conseil des marchés financiers) sans modification.

Avant l'article 20 (voies de recours contre les décisions du conseil des marchés financiers), la commission a adopté un amendement portant sur l'architecture du texte, puis elle a adopté l'article 20 sans modification.

La commission a ensuite adopté deux amendements portant articles additionnels avant l'article 21, le premier modifiant l'architecture du texte, le second définissant la notion d'entreprises de marché.

A l'article 21 (reconnaissance et retrait de la qualité de marchés réglementés), la commission a adopté un amendement de précision rédactionnelle.

A l'article 22 (conditions de fonctionnement des marchés réglementés et règles d'admission des instruments financiers), la commission a adopté un amendement précisant les compétences en matière d'admission des instruments financiers aux négociations sur un marché réglementé.

A l'article 23 (obligation d'intermédiation et monopole de négociation), la commission a adopté un amendement de précision rédactionnelle.

La commission a ensuite adopté un amendement portant article additionnel après l'article 23, définissant les catégories de personnes autorisées par dérogation à être membres d'un marché réglementé d'instruments financiers.

A l'article 24 (obligation de concentration des transactions sur instruments financiers négociés sur un marché réglementé), la commission a adopté un amendement de précision.

La commission a ensuite adopté un amendement de coordination supprimant l'article 25 (régime juridique des opérations financières).

A l'article 26 (reconnaissance légale des opérations à terme), la commission a adopté un amendement de précision.

La commission a ensuite adopté un amendement de coordination supprimant l'article 27 (qualité de membre d'un marché à terme et conditions pour y effectuer de la négociation pour compte propre).

La commission a adopté un amendement portant division additionnelle avant l'article 28, puis un amendement de précision rédactionnelle à l'article 28 (chambres de compensation), et un amendement de précision rédactionnelle portant article additionnel après l'article 28.

La commission a adopté un amendement portant division additionnelle avant l'article 29, puis un amendement de précision rédactionnelle à l'article 29 (dépôts de garantie effectués auprès des chambres de compensation).

La commission a adopté un amendement de coordination portant suppression de l'article 30 (responsabilité juridique des prestataires de services d'investissement et des membres d'un marché réglementé).

A l'article 31 (procédure collective à l'encontre des adhérents compensateurs), la commission a adopté un amendement de précision rédactionnelle, de même qu'à l'article 32 (compensation des opérations à terme), et à l'article 33 (obligations prudentielles des entreprises d'investissement).

La commission a ensuite adopté trois amendements de précision et de modification d'architecture du texte portant articles additionnels après l'article 33.

A l'article 34 (obligations déontologiques des entreprises d'investissement), la commission a adopté un amendement de coordination, puis elle a adopté quatre amendements de précision et de coordination, portant articles additionnels après l'article 34, modifiant l'article 35 (régime des opérations des salariés d'un prestataire de services d'investissement), l'article 36 (fonds de garantie), et l'article 37 (protection des investisseurs).

A l'article 38 (obligations spécifiques aux gestionnaires de portefeuille), la commission a adopté un amendement destiné à éviter les conflits entre actionnaires des sociétés de gestion et leurs souscripteurs.

Après l'article 38, la commission a adopté un amendement portant article additionnel modifiant l'architecture du texte.

A l'article 39 (obligations statistiques), la commission a adopté un amendement de précision rédactionnelle.

Avant l'article 40 (contrôle du conseil des marchés financiers sur les entreprises d'investissement), la commission a adopté un amendement portant division additionnelle.

A l'article 40, la commission a adopté un amendement donnant au conseil des marchés financiers la possibilité de recourir, pour le contrôle des prestataires de services d'investissement, à des corps de contrôle extérieurs.

A l'article 41 (coopération entre les autorités de contrôle nationales), la commission a adopté un amendement de précision.

La commission a adopté un amendement de coordination à l'article 42 (pouvoir de sanction du conseil des marchés financiers), et deux amendements de coordination à l'article 43 (pouvoir de la commission des opérations de bourse).

Après l'article 43, la commission a adopté un amendement introduisant division additionnelle et un amendement portant article additionnel précisant le champ de compétence de la commission des opérations de bourse vis à vis des entreprises d'investissement.

Avant l'article 44, la commission a adopté un amendement portant division additionnelle, puis à l'article 44 (pouvoirs de la commission bancaire), un amendement de précision rédactionnelle.

La commission a ensuite adopté sans modification l'article 45 (définitions applicables au passeport européen).

La commission a adopté un amendement de précision rédactionnelle à l'article 46 (liberté d'établissement et liberté de prestation de services des entreprises d'investissement agréées dans un Etat de l'Union en France), et un amendement de coordination portant suppression de l'article 47 (autorités compétentes pour le contrôle des entreprises européennes souhaitant exercer en France).

A l'article 49 (intervention d'un décret en Conseil d'Etat), la commission a adopté un amendement de précision rédactionnelle, puis elle a adopté l'article 50 (libre accès aux marchés réglementés de l'Union européenne) sans modification.

A l'article 51 (contrôle des entreprises d'investissement de l'Union souhaitant exercer en France), la commission a adopté trois amendements de précision rédactionnelle.

A l'article 52 (modification de l'ordonnance de 1967 relative à la commission des opérations de bourse), la commission a adopté un amendement portant extension des pouvoirs de surveillance de la commission des opérations de bourse, et un amendement donnant aux présidents du Sénat, de l'Assemblée nationale et du Conseil économique et social un pouvoir direct de nomination au collège de la commission.

A l'article 53 (dispositions relatives aux mandats en cours des membres du collège de la commission des opérations de bourse), la commission a adopté un amendement de précision rédactionnelle et, avant l'article 54, elle a adopté un amendement portant division additionnelle.

A l'article 54 (personnes habilitées à créer des fonds communs de placement), la commission a adopté deux amendements de coordination, puis elle a adopté deux amendements de coordination supprimant l'article 55 (sociétés de gestion de portefeuille) et l'article 56 (représentation professionnelle des sociétés de gestion de portefeuille et compétence réglementaire de la commission des opérations de bourse).

Avant l'article 57, la commission a adopté un amendement de coordination portant suppression d'une division.

A l'article 57 (dispositions de coordination concernant la loi de 1885 sur les marchés à terme), la commission a adopté un amendement modifiant l'architecture du texte et apportant une précision rédactionnelle.

A l'article 58 (dispositions de coordination concernant la loi de 1988 sur les sociétés de bourse), la commission a adopté un amendement de précision rédactionnelle.

A l'article 59 (dispositions de coordination concernant la loi de 1984 sur les établissements de crédit), elle a adopté un amendement de coordination.

La commission a ensuite adopté l'article 60 (dispositions de coordination concernant la loi de 1966 sur les sociétés commerciales), sans modification.

A l'article 61 (dispositions relatives aux personnes morales exerçant déjà des activités de services d'investissement et à la déclaration de marchés réglementés), la commission a adopté un amendement de précision rédactionnelle.

La commission a ensuite adopté, par coordination, un amendement de suppression de l'article 62 (déclaration concernant les personnes morales françaises ou d'un pays de l'Union exerçant déjà des activités de services d'investissement en libre prestation ou en libre établissement).

La commission a ensuite adopté l'article 63 (dispositions transitoires concernant le conseil des bourses de valeurs et le conseil du marché à terme et subrogation du conseil des marchés financiers dans les droits et obligations de ces institutions) sans modification.

Puis, la commission a adopté un amendement portant article additionnel après l'article 63, instituant l'obligation pour le Gouvernement d'établir un rapport au Parlement sur les conditions d'application de la loi sur la modernisation des activités financières.

A l'issue de l'examen des articles, **MM. Paul Loridant, Maurice Schumann, Christian Poncelet, président**, se sont montrés préoccupés des conséquences de l'article 11 du projet de loi sur la Caisse des dépôts. Ils ont insisté sur la nécessité d'associer le Parlement à tout projet de réforme de la Caisse.

La commission a ensuite approuvé **l'ensemble du projet de loi ainsi modifié.**

ANNEXE

LISTE CHRONOLOGIQUE DES AUDITIONS

1994	
<i>8 septembre</i>	M. CHIPOT Président de la Chambre Nationale des Conseils Experts Financiers
<i>20 septembre</i>	M. Michel PRADA Crédit d'équipement des petites et moyennes entreprises (CEPME)
<i>30 septembre</i>	M. Pierre FLEURIOT Directeur général de la COB

1995	
<i>23 janvier</i>	M. Jean-Baptiste de FRANSSU Directeur général d'INVESCO
<i>15 février</i>	M. Jean SAINT-GEOURS Président de la COB
<i>20 mars</i>	M. SALUSTRO, Vice-président de la commission des finances du Conseil économique et social
<i>22 mars</i>	M. Alain FERRI, Président de l'association française des sociétés de bourse
<i>29 mars</i>	M. BRAIBANT, Président de la commission supérieure de la codification
<i>3 avril</i>	M. Denis MORTIER, Président de l'association française des investisseurs en capital

1995 (suite)	
<i>18 avril</i>	M. Jacques AVRY, Directeur général NSM
<i>24 avril</i>	M. de MOURGUES, Vice-président du CNPF
<i>27 avril</i>	M. René RICOL, Président de l'ordre national des experts comptables
<i>9 mai</i>	M. André LEVY-LANG, Paribas
<i>10 mai</i>	Audition devant le Conseil Economique et Social
<i>15 mai</i>	M. Jean-Baptiste JACQUIN, COB
<i>18 mai</i>	M. Denis KESSLER, Président de la fédération française des sociétés d'assurances
<i>18 mai</i>	M. Constantin TRANAKIDIS, Président de l'association française des sociétés de gestion de portefeuille
<i>22 mai</i>	M. Jean-François THEODORE, Président de la société des bourses de valeurs
<i>1er juin</i>	IGF Crédit Foncier
<i>14 juin</i>	M. Jean-Pierre GERARD, Membre du conseil de la politique monétaire de la Banque de France
<i>20 juin</i>	Association française des sociétés de bourse MM. Jacques d'Auvigny et Bertrand de Saint Mars
<i>27 juin</i>	M. JOUFFROY, Président de l'association professionnelle des agents des marchés interbancaires

1996	
29 juin	M. JOLIBOIS, Sénateur de Maine-et-Loire Membre de la commission des lois
3 juillet	M. de BOISSIEU, Président du centre d'observation économique de la chambre de commerce de Paris
11 septembre	M. Pierre HABIB DELONCLE, Président de la société marseillaise de crédit
28 septembre	M. Jean-Baptiste de FRANSSU Directeur général d'INVESCO
11 janvier	AFSGP MM. POUZET et MICHELET
15 janvier	M. Pierre CLAUZEL, SBF
17 janvier	M. Michel PRADA, Président de la COB
17 janvier	M. Jean-François THEODORE, Président de la société des bourses de valeurs
19 janvier	M. TEISSIER, Association française des entreprises privées
22 janvier	M. GREAU, CNPF
24 janvier	M. François SCHLUMBERGER, Président de l'association française des trésoriers d'entreprise
26 janvier	Mme LANGLET, MATIF SA

1996 (suite)	
<i>29 janvier</i>	M. Maurice LERUTH, Association française sociétés et fonds français d'investissement
<i>29 janvier</i>	M. Gilbert MOURRE, Délégué général de l'ASF
<i>8 février</i>	M. JOUFFROY, APAMI
<i>6 février</i>	M. TRICOUD et Mme BRIOT, AFB
<i>12 février</i>	M. Daniel LEBEGUE, Directeur général de la BNP, Président de la commission des activités financières de l'association française des établissements de crédit, et délégation de l'AFB
<i>13 février</i>	M. KLING, Président de la compagnie des commissaires aux comptes M. SCHNEITER, Directeur général
<i>15 février</i>	M. d'AUVIGNY, AFSB
<i>15 février</i>	M. BUTSCH, Commission bancaire M. CASSOU, Secrétaire général du Comité des établissements de crédit M. REDOUIN, Directeur général des établissements de crédit de la Banque de France
<i>19 février</i>	M. Gérard de la MARTINIÈRE, Fédération française des sociétés d'assurance

1996 (fin)	
<i>20 février</i>	M. LOUBERT, Conseil du Marché à Terme
<i>22 février</i>	M. Bernard VATTIER, Bâtonnier de Paris
<i>26 février</i>	M. Jean-Daniel COHEN, Président de Louis-Dreyfus Finance
<i>27 février</i>	M. Jacques BACHELIER, Président du Marché du Sucre
<i>27 février</i>	M. DINER GEMA
<i>27 février</i>	M. René BARBIER de la SERRE, Président du Conseil des bourses de valeurs
<i>29 février</i>	M. François HENROT, Président de la commission des finances du CNPF
<i>29 février</i>	M. de MOURGUES, ASF - Maisons de titres
<i>1er mars</i>	M. Jean-François THEODORE, Président de la société des bourses de valeurs
<i>4 mars</i>	M. SALUSTRO, Conseil Economique et Social