

N° 326

SÉNAT

SESSION ORDINAIRE DE 1995-1996

Annexe au procès-verbal de la séance du 24 avril 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, MODIFIÉ PAR L'ASSEMBLÉE NATIONALE, de modernisation des activités financières,

Par M. Philippe MARINI,

Sénateur.

(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 Tréguet.

Voir les numéros :

Sénat : Première lecture : 157, 254, 264 et T.A. 93 (1995-1996).

Deuxième lecture : 318 (1995-1996)

Assemblée nationale (10ème législ.) : Première lecture : 2650, 2692 et T.A. 518.

Marchés financiers.

SOMMAIRE

	<u>Pages</u>
EXPOSÉ GÉNÉRAL	9
I. LE TEXTE ADOPTÉ PAR LE SÉNAT EN PREMIÈRE LECTURE	9
II. LES MODIFICATIONS APPORTÉES PAR L'ASSEMBLÉE NATIONALE EN PREMIÈRE LECTURE	13
III. LES PROPOSITIONS DE LA COMMISSION DES FINANCES EN DEUXIÈME LECTURE	15
EXAMEN DES ARTICLES	19

TITRE PREMIER LA PRESTATION DE SERVICES D'INVESTISSEMENT

CHAPITRE PREMIER LES SERVICES D'INVESTISSEMENT

Section 1 Les instruments financiers

<i>Article premier</i> : Définition et classification des instruments financiers.....	19
<i>Article premier bis</i> : Définition des valeurs mobilières.....	24

CHAPITRE II LES PRESTATAIRES DE SERVICES D'INVESTISSEMENT

Section 1 Les différents prestataires de services en investissement

<i>Article 5 A</i> : Les différents prestataires de services en investissement	25
<i>Article 5 bis</i> : Prise de participations par des entreprises d'investissement dans d'autres personnes morales et prise de participations dans des entreprises d'investissement	26

**Section 2
Agrément**

Article 9 A : 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	27
Article 9 quinquies : Agrément des entreprises d'investissement et des établissements de crédit exerçant des activités de services en investissement	29
Article 9 sexies : Comité consultatif de la gestion financière	32
Article 10 bis : Conditions de retrait de l'agrément pour les prestataires de services d'investissement agréés par le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement	33
Article 10 ter : Conditions de retrait de l'agrément pour les sociétés de gestion de portefeuille agréées par la Commission des opérations de bourse.	34
Article 10 quater : Dissociation du statut des maisons de titres de la catégorie des établissements de crédit	35
Article 10 quinquies : Appellation de "courtiers en instruments financiers"	41

**Section 4
Organisation de la profession**

Article 10 nonies : Organisation de la profession	43
--	----

**TITRE II
LES MARCHES FINANCIERS**

**CHAPITRE PREMIER
LE CONSEIL DES MARCHÉS FINANCIERS**

**Section 1
Organisation**

Article 12 : Composition du Conseil des marchés financiers	49
Article 14 : Les formations spécialisées du Conseil des marchés financiers.	55

Article 15 : Les formations disciplinaires du Conseil des marchés financiers 57

Article 15 bis : Conflits d'intérêt 58

Section 2
Attributions du Conseil des marchés financiers

Article 17 : Règlement général du CMF 60

Article 17 bis : Pouvoirs réglementaires du Conseil des marchés financiers concernant les offres publiques 63

Article 17 ter : Réglementation des opérations financières publiques applicables au marché hors cote 65

Section 4
Voies de recours

Article 20 : Voies de recours contre les décisions du CMF 66

CHAPITRE II
LES MARCHÉS RÉGLEMENTÉS

Section 1
Dispositions générales aux marchés réglementés

Article 21 : Reconnaissance et retrait de la qualité de marchés réglementés 67

Article 22 : Conditions de fonctionnement des marchés réglementés et règles d'admission des instruments financiers 68

Article 23 : Obligation d'intermédiation 70

Article 23 bis : La qualité de membre d'un marché réglementé 71

Article 24 : Obligation de concentration des transactions sur instruments financiers négociés sur un marché réglementé 74

Section 2
Dispositions applicables aux marchés à terme

Article 26 : Reconnaissance légale des opérations à terme 75

CHAPITRE III
DISPOSITIFS DE COMPENSATION

Section 1
Dispositions communes à toutes les chambres de compensation

Article 28 : Les chambres de compensation 77

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

Article 29 : Dépôts de garantie effectués auprès des chambres de compensation 80

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

Article 33 ter : Accès des entreprises d'investissement aux marchés interbancaires 81

Section 2
Obligations comptables et déclaratives

Article 34 A : Obligations comptables et déclaratives des entreprises d'investissement 83

Section 3
Règles de bonne conduite

Article 34 bis : Obligation de ducroire 84

Article 35 : Régime des opérations des salariés d'un prestataire de services d'investissement	85
Article 36 : Fonds de garantie (information)	86
Article 36 bis (nouveau) : Fonds de garantie (constitution)	87
Article 37 : Protection des investisseurs	89

CHAPITRE II LE CONTRÔLE DES PRESTATAIRES DE SERVICES D'INVESTISSEMENT

Section 1 Compétences de contrôle du Conseil des marchés financiers

Article 40 : Contrôle du CMF sur les entreprises d'investissement	91
Article 41 : Coopération entre les autorités de contrôle national	92
Article 42 : Pouvoir de sanction du CMF	93
Article 43 : Sanctions applicables aux entreprises d'investissement et aux personnes placées sous leur autorité	94

Section 2 Compétences de la Commission des opérations de bourse

Article 43 ter (nouveau) : Sanctions applicables à l'égard des gestionnaires pour compte de tiers placés sous le contrôle de la Commission des opérations de bourse	95
--	----

Section 3 Compétences de contrôle de la Commission financière

Article 44 : Pouvoirs de la Commission bancaire	96
--	----

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

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

Article 48 : Autorités compétentes pour contrôler les entreprises européennes
souhaitant exercer en France 97

**CHAPITRE IV
DISPOSITIFS DE CONTRÔLE**

Article 51 : Contrôle des entreprises d'investissement de l'Union souhaitant exercer
en France 99

**TITRE IV BIS
SANCTIONS PÉNALES**

**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 103

**CHAPITRE II
DISPOSITIONS DE COORDINATION**

Article 54 : Personnes habilitées à créer des fonds communs de placement 111

Article 54 bis : Possibilité de réémission de parts de fonds communs de créances 113

CHAPITRE III DISPOSITIONS DE COORDINATION

Article 57 : Dispositions de coordination concernant la loi de 1885 sur les marchés à terme	117
Article 59 : Dispositions de coordination concernant la loi de 1984 sur les établissements de crédit	118
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	119

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	121
Article 65 : Conséquences du retrait d'agrément des établissements de crédit	124
Article 66 : Rapport sur l'application de la présente loi	125
Article 67 (nouveau) : Constitution de gage sur instruments financiers	126
Article 68 (nouveau) : Défaut de règlement ou de livraison de titres	129
Article 69 (nouveau) : Compensation de prêts de titres	131
EXAMEN EN COMMISSION	135
TABLEAU COMPARATIF	141

EXPOSÉ GÉNÉRAL

Mesdames, Messieurs.

Le projet de loi de modernisation des activités financières soumis à votre examen a été déposé en première lecture sur le Bureau du Sénat. Afin que cet examen soit aussi approfondi que possible, le Gouvernement n'a pas souhaité déclarer l'urgence sur ce texte qui nous revient donc en deuxième lecture, après avoir été modifié par l'Assemblée nationale.

Au cours de la première lecture, de nombreuses et importantes modifications ont été adoptées par le Sénat. Il peut sembler nécessaire d'en rappeler succinctement la teneur avant de présenter les modifications apportées par l'Assemblée nationale et la position finalement retenue par votre commission des finances.

On rappellera que le projet initial comportait 63 articles. Presque tous ont été modifiés par le Sénat en première lecture. Par ailleurs le Sénat a supprimé 13 articles et a en inséré 47 nouveaux. Le texte issu des travaux du Sénat comportait donc 97 articles.

L'Assemblée nationale, en première lecture, a adopté conformes 44 articles et a accepté de surcroît les 13 suppressions proposées par le Sénat. Elle a supprimé 4 articles et modifié les 49 autres. Enfin, elle a inséré 6 articles additionnels. Le projet de loi comporte donc désormais 99 articles, dont 59 restent en discussion.

I. LE TEXTE ADOPTÉ PAR LE SÉNAT EN PREMIÈRE LECTURE

Le Sénat a souhaité que ce projet de loi prenne la forme d'une loi "complète" (la loi financière), qui soit le pendant de la loi bancaire pour les métiers du titre et susceptible d'être lue sans nécessiter de recourir à une multitude de textes antérieurs. C'est dire que, dans toute la mesure du possible, le recours à la législation par référence a été écarté. A cet égard il convient de rappeler qu'à l'initiative de votre commission des lois le dispositif pénal, largement inspiré de la loi bancaire, a été, d'une part, incorporé dans le corps même de ce texte et, d'autre part, adapté aux spécificités de la matière.

Sur le fond, le Sénat est parvenu à dégager, en accord pour l'essentiel avec le Gouvernement, une nouvelle synthèse aboutissant, d'une part, à une reconnaissance plus affirmée de l'autonomie des métiers du titre et, d'autre part, à une plus grande prise en compte de la spécificité de la gestion au sein de ces métiers.

A. LA RECONNAISSANCE PLUS AFFIRMÉE DE L'AUTONOMIE DES MÉTIERS DU TITRE

Cette reconnaissance a été obtenue au travers, d'une part, de la valorisation du statut des entreprises d'investissement et de l'émergence du concept de prestataire de services d'investissement et, d'autre part, de la clarification du rôle respectif des autorités de contrôle.

1. La valorisation du statut des entreprises d'investissement et l'émergence du concept de prestataire de services d'investissement

Afin d'éviter que le statut nouveau des entreprises d'investissement, destiné à accueillir l'ensemble des intermédiaires financiers qui ont pour vocation exclusive d'exercer un ou plusieurs métiers du titre, **ne soit un statut mineur** le Sénat avait prévu d'accorder **l'accès au marché interbancaire aux entreprises d'investissement**. En raison de la difficulté de se référer dans la loi à une notion (le marché interbancaire) qui n'est définie qu'au travers du règlement du Comité de la réglementation bancaire et **compte tenu des engagements pris par le ministre de l'économie et des finances**, le Sénat s'était contenté de donner compétence à cette autorité, présidée par le ministre de l'économie et des finances, pour préciser les conditions dans lesquelles cet accès pourrait s'effectuer.

Afin que les conditions de concurrence entre les établissements de crédit et les entreprises d'investissement **ne soient pas perturbées par des distorsions statutaires**, il a semblé également important à la Haute assemblée que la **pondération des engagements** (ou "coökage") soit identique entre les deux catégories. Au demeurant, il s'agit là d'un problème qui se pose à l'ensemble des pays européens et sur lequel nos amis britanniques ont déjà apporté, dans leur droit interne, des solutions similaires à celles préconisées par le Sénat. Pour les mêmes raisons, et bien qu'il s'agisse là d'un problème d'ordre réglementaire, l'intention du législateur ne semble souffrir d'aucune contestation.

Par ailleurs, les conditions de l'agrément des entreprises d'investissement ont été 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 en fonction de la nature du métier exercé.

Toujours dans le souci d'assurer l'autonomie des métiers du titre par rapport aux métiers du crédit, le Sénat a souhaité non pas supprimer le statut des maisons de titres, mais le détacher de la catégorie des établissements de crédit dans laquelle il se trouve, en quelque sorte par accident, afin de le fondre avec celui des entreprises d'investissement.

En outre, dans le but d'assurer une représentation professionnelle forte des entreprises d'investissement le Sénat a opté pour la création d'une Association française des entreprises d'investissement (AFEI), affiliée à l'actuelle association des établissements de crédit (AFEC), dont le nom avait été également changé pour prendre en compte l'élargissement du champ de ses compétences (Association française des établissements de crédit et des entreprises d'investissement).

Enfin, le Sénat avait souhaité 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 et dont l'utilité est de mettre en évidence la ligne de partage entre les métiers tout en prenant en compte la spécificité de notre situation économique.

2. La clarification du rôle respectif des autorités de contrôle

A cet égard, la Haute assemblée avait adopté deux séries de modifications.

En premier lieu, elle a souhaité 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, la présence du Président du Conseil des marchés financiers au sein de ces instances a été assurée. En revanche, la composition de la Commission bancaire n'a pas été modifiée, afin d'attendre les résultats des missions d'information qui, tant du côté du Gouvernement que de celui du Parlement, réfléchissent à la question.

En second lieu, le Sénat avait souhaité clarifier les missions respectives de l'autorité publique et de l'autorité professionnelle en modifiant l'article premier de l'ordonnance de 1967. Dans la mesure où ces deux autorités partagent un large champ de compétences, il a semblé en effet indispensable de spécialiser le rôle de chaque autorité : la COB a pour mission

première de veiller à la protection des investisseurs ; le CMF a en charge le contrôle des intermédiaires.

Dans le même ordre d'idées, **le Sénat a souhaité fixer dans la loi la composition du CMF** en s'efforçant de trouver le meilleur équilibre possible entre les différents intervenants.

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

Une réflexion de place vient d'être lancée par le ministre de l'économie et des finances sur l'autonomie des métiers de la gestion, non seulement vis-à-vis des métiers du crédit, mais aussi des métiers du titre. Le Sénat a donc souhaité ne pas trop anticiper sur les résultats de cette réflexion.

Pour autant, la Haute assemblée a souhaité s'assurer du respect de **la loi d'airain 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, le Sénat a donné **compétence à la COB pour délivrer l'approbation des programmes d'activité des gestionnaires pour compte de tiers. La COB sera désormais également en charge 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 néanmoins la voie d'avenir, le Sénat a maintenu **le statut des sociétés de gestion de portefeuille. Toutefois son arrimage à celui des entreprises d'investissement a été établi de façon plus affirmée.**

Enfin, le Sénat a souhaité individualiser sous l'appellation de **Comité consultatif de la gestion financière, la commission existant auprès de la COB** et dont le projet de loi prévoyait de renforcer les pouvoirs et la représentativité. Les voies de la réforme sont ainsi en partie 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.

Dans un autre ordre d'idées, le Sénat, en première lecture, a adopté des modifications non négligeables comme, par exemple, **la définition des instruments financiers, la mise en évidence du concept d'entreprises de marché** ou encore **l'assouplissement des conditions d'approbation des règles de ces entreprises.** Mais ces modifications ne jouent pas un rôle primordial dans l'équilibre du projet.

II. LES MODIFICATIONS APPORTÉES PAR L'ASSEMBLÉE NATIONALE EN PREMIÈRE LECTURE

L'Assemblée nationale a adopté, à l'initiative de sa commission des finances, un grand nombre d'amendements destinés à améliorer la qualité rédactionnelle du texte proposé, **sans pour autant remettre en cause les équilibres du texte adopté par le Sénat**. A cet égard, votre rapporteur souhaite rendre hommage à la qualité des travaux de la commission des finances de l'Assemblée et plus particulièrement de son rapporteur, M. Jean-Jacques Jegou.

Néanmoins, l'Assemblée nationale a adopté une position sensiblement différente de celle du Sénat sur cinq points au moins. En outre, elle a souhaité mettre en place, à terme, un système de garantie des titres.

A. *LA CATÉGORISATION DES INSTRUMENTS FINANCIERS ET LA NON DÉFINITION DES VALEURS MOBILIÈRES*

Le dispositif adopté par le Sénat aux articles premier à premier *quater* consistait à distinguer trois catégories d'instruments financiers qui sont :

- les **valeurs mobilières** qui comprennent, d'une part, les actions et titres assimilés et, d'autre part, les titres de créances (essentiellement les obligations et titres de créance négociables) ;
- les parts ou actions d'**organismes de placement collectif** (SICAV, FCP, FCC et SCPI) ;
- les **instruments financiers à terme**.

L'Assemblée nationale, estimant d'une part, que ce dispositif souffrait d'un manque de rigueur et, craignant, d'autre part, que l'inclusion des titres de créance négociables ne conduise à des confusions préjudiciables au bon fonctionnement de la place financière de Paris, a souhaité revenir sur cette "catégorisation".

Le nouveau dispositif proposé consiste à distinguer non plus trois, mais quatre catégories d'instruments financiers qui sont :

- les **actions et autres titres de capital** ;
- les **titres de créance** ;
- les parts ou actions d'**organisme de placements collectifs** ;
- les **instruments financiers à terme**.

B. LE MAINTIEN DU STATUT DES MAISONS DE TITRE DANS LA CATÉGORIE DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT

L'Assemblée nationale, à l'initiative de sa commission des finances, a souhaité maintenir le statut des maisons de titre dans la catégorie des établissements de crédit et a donc supprimé l'article 10 *quater* ainsi que les dispositions du paragraphe IV de l'article 61 qui s'y rapportaient.

Cette modification a pour objet de ne pas appauvrir "l'offre de statuts" de la place de Paris en réduisant le nombre de statuts juridiques susceptibles d'être adoptés par des gens qui exercent le même métier. Elle vise en outre, selon ses auteurs, à conjurer "*les risques de bancarisation en évitant que les actuelles maisons de titre n'optent pour le statut de banque commerciale*".

C. LE REFUS DE REGROUPER LES ENTREPRISES D'INVESTISSEMENT AU SEIN D'UNE ASSOCIATION ET SES CONSÉQUENCES SUR LA COMPOSITION DES AUTORITÉS DE CONTRÔLE

A l'initiative de M. Michel Inchauspé, dont l'amendement a été adopté par la commission des finances, l'Assemblée nationale a supprimé l'article 10 *nonies* qui prévoyait la création d'une Association française des entreprises d'investissement ayant vocation à fédérer les diverses associations représentatives des métiers du titre.

L'Assemblée a sur ce point souhaité laisser le choix aux entreprises d'investissement de l'association professionnelle chargée de les représenter.

Cette suppression a eu pour conséquence de faire disparaître des autorités de contrôle et d'agrément les représentants de l'AFEI (article 9 A : Comité de la réglementation bancaire et financière, Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement) ou les personnes proposées par elle (article 12 : Conseil des marchés financiers).

S'agissant en particulier du Conseil des marchés financiers, le dispositif adopté par le Sénat à l'article 12, prévoyait que cette instance comporte quinze membres dont six représentant les intermédiaires de marché. Parmi ces six membres, trois devaient représenter les marchés au comptant et trois autres les marchés à terme, parmi ces derniers, un au moins devait représenter les marchés de marchandises.

L'Assemblée nationale, à l'initiative de sa commission des finances a souhaité porter le nombre des représentants de marché à sept, tout en supprimant la parité entre les marchés au comptant et les marchés à terme. Toutefois, la présence d'un représentant des marchés à terme de marchandises est confirmée.

D. L'ARTICULATION DES COMPÉTENCES ENTRE LA COB ET LE CMF

L'Assemblée nationale a souhaité revenir sur le recentrage des missions de la COB, effectué par le Sénat en première lecture, avec l'accord du ministre de l'économie et des finances.

Elle a en effet considéré que le fait de confier à la COB le soin de veiller au bon fonctionnement des marchés financiers, au titre de sa mission plus générale de protection de l'épargne publique, aboutissait à une sorte de *diminutio capitis* totalement inacceptable, alors même qu'elle élargissait dans le même temps les compétences du CMF pour fixer les "*principes généraux que doivent respecter les marchés réglementés*".

E. LA MISE EN PLACE, A TERME, D'UN MÉCANISME DE GARANTIE DES TITRES

Enfin, l'Assemblée nationale a souhaité prévoir (article 36 bis), à compter du premier janvier 1998, l'adhésion obligatoire de tous les prestataires de services d'investissement à un régime d'indemnisation destiné à indemniser les investisseurs en cas d'indisponibilité de leurs instruments financiers.

III. LES PROPOSITIONS DE LA COMMISSION DES FINANCES EN DEUXIÈME LECTURE

Concernant tout d'abord la **classification des instruments financiers**, votre commission des finances considère que l'absence de définition des valeurs mobilières emporte plus d'inconvénients que sa définition n'est susceptible de soulever d'ambiguïtés. On constatera en effet, qu'à l'occasion de trois dispositions nouvelles (article 36 bis sur le fonds de garantie des instruments financiers, article 61 VI déclaration de marchés réglementés et article 67 relatif aux créanciers gagiste), l'Assemblée nationale a eu recours elle-même à cette notion récurrente du droit financier qu'elle s'est pourtant refusée à définir. Par ailleurs, **il doit être clair que la définition ainsi posée ne vaut que pour la présente loi financière et n'emporte aucune conséquence, tant vis à vis des pouvoirs de la Banque de France en matière de conduite de la politique monétaire, qu'à l'égard du droit des sociétés et plus particulièrement des régimes spécifiques applicables à l'émission de chaque catégorie de valeur mobilière.** En conséquence, elle vous demande de revenir sur la classification adoptée par le Sénat en première lecture dont la rigueur semble au moins équivalente à celle du texte adopté par l'Assemblée nationale.

S'agissant du **non-détachement des maisons de titre** de la loi bancaire, votre commission des finances éprouve des difficultés à faire sienne la position de l'Assemblée nationale consistant à maintenir un statut désormais inutile, dont le maintien pourrait avoir des conséquences fâcheuses tant vis-à-vis de la protection de l'épargne publique que des conditions de concurrence et qui témoigne, en outre, d'une vision dépassée de la banque universelle. Elle comprend néanmoins les inquiétudes des professionnels concernés inquiets de devoir lâcher la "proie" du statut des établissements de crédits pour "l'ombre" du statut des entreprises d'investissement. Aussi, elle vous propose d'adopter *une partie des mesures nécessaires (celles qui sont d'ordre législatif)* afin que ceux-ci soient assurés de pouvoir continuer à exercer leur activité de la même manière qu'aujourd'hui. **En conséquence, elle vous demande à nouveau de détacher ce statut de la catégorie des établissements de crédit en prenant toutefois en compte le souhait d'un compromis exprimé par le ministre de l'économie et des finances devant l'Assemblée nationale.**

S'agissant de la **suppression de l'Association française des entreprises d'investissement**, votre commission considère d'intérêt général que les professionnels du titre se dotent d'une représentation professionnelle forte susceptible d'être l'interlocuteur des pouvoirs publics. Il convient de souligner que sa position sur ce point ne diffère pas de celle exprimée à l'Assemblée nationale par le ministre de l'économie. La différence d'appréciation porte non pas sur l'objectif à atteindre mais sur les moyens à utiliser. En effet votre commission considère qu'en l'absence d'une impulsion législative, les chances pour qu'une telle association naisse spontanément sont extrêmement faibles.

Votre commission considère également que **la création par la loi d'un tel organisme professionnel ne saurait porter atteinte à la liberté d'association** dans la mesure où l'affiliation peut être directe ou indirecte. Les associations existantes auront toute liberté pour décider de fusionner ou pas et les intermédiaires garderont toute liberté d'adhérer à l'association de leur choix, pourvu qu'elle soit elle même affiliée à l'AFEI. Ils pourront même, le cas échéant, décider de créer de nouvelles associations.

Par ailleurs, votre commission considère que les entreprises de marché sont des organismes distincts tant des entreprises d'investissement que des établissements de crédit et qu'il est inutile de leur imposer l'adhésion à un organisme professionnel qui ne partagerait pas les mêmes préoccupations qu'elles. Quant aux chambres de compensation, auxquelles l'Assemblée nationale impose également l'adhésion à une association professionnelle, votre commission observe qu'en tant qu'établissements de crédits ou organismes gérés par des établissements de crédit, cette catégorie doit déjà être obligatoirement affiliée à l'AFEC.

Enfin, votre commission considère **la position adoptée par l'Assemblée nationale** comme d'autant plus regrettable qu'elle a pour **conséquence de rompre la parité, au sein des différents organismes de contrôle, entre les métiers du titre et ceux du crédit**. Or, une telle parité constituait un des éléments clefs du compromis intervenu au Sénat en première lecture, consistant, pour votre commission des finances, à accepter le contrôle des entreprises d'investissement par les autorités bancaires.

En conséquence, votre commission vous demande de rétablir le texte adopté par le Sénat en première lecture à l'article 10 *nonies* et d'en tirer les conséquences quant à la composition des autorités de contrôle.

S'agissant de **l'articulation des compétences respectives de la COB et du CMF**, votre commission des finances considère que la clarification apportée par le Sénat ne retranche en rien les pouvoirs actuels de la COB mais qu'en revanche, son absence risquerait de conduire, à plus ou moins long terme, à une "*guerre des polices*" préjudiciable tant à la protection de l'épargne publique qu'à l'image de la place financière de Paris.

Elle vous demandera donc de rétablir le texte adopté par le Sénat en première lecture.

S'agissant enfin du fonds de garantie adopté par l'Assemblée nationale, votre commission des finances ne peut que partager les objectifs qui ont présidé à cette initiative. Toutefois, elle considère que le texte adopté par l'Assemblée nationale, dépourvu de portée juridique avant le 1^{er} janvier 1998, souffre de graves imprécisions qui devraient entraîner nécessairement son abrogation avec la transposition en droit français de la directive sur la protection des investisseurs. Ce n'est en effet que si cette directive, actuellement en phase finale d'adoption, n'était pas transposée avant cette date que le dispositif proposé par l'Assemblée trouverait à s'appliquer. **En conséquence votre commission des finances vous proposera, dans cette perspective, d'amender ce dispositif afin qu'il soit mieux adapté.**

* * *

*



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 et classification des instruments financiers

Commentaire : le présent article définit les différentes catégories d'instruments financiers.

I. LE DISPOSITIF ADOPTÉ PAR LE SÉNAT

Le Sénat, en première lecture, avait écarté la technique de la liste proposée par le projet de loi initial et adopté la même classification des instruments financiers que celle envisagée par le Gouvernement dans le cadre du projet de loi de code monétaire et financier, dont l'achèvement est suspendu à l'adoption définitive du présent projet de loi.

Ce choix avait conduit le Sénat à distinguer trois catégories d'instruments financiers qui sont :

- **les valeurs mobilières** qui regroupent les actions et titres assimilés (ou "titres de capital") et les titres de créance (dont les titres de créance négociables) ;
- **les parts d'organismes de placement collectif**. Ces organismes sont les sociétés d'investissement à capital variable (SICAV), les fonds communs de placement (FCP), les sociétés civiles de placement immobilier (SCPI) et les fonds communs de créance (FCC) ;
- **les instruments financiers à terme**.

II. LE DISPOSITIF ADOPTÉ PAR L'ASSEMBLÉE NATIONALE

L'Assemblée nationale a souhaité revenir sur cette classification au motif qu'elle "*souffrait d'un manque de rigueur*" et était de nature à engendrer des "*ambiguïtés*"¹.

En effet, selon le rapporteur de l'Assemblée nationale, cette classification encourt trois griefs :

En premier lieu, les parts ou actions d'organismes de placements collectifs auraient pu être considérées comme des valeurs mobilières dans la mesure où elles constituent des actions ou des titres donnant accès indirectement au capital d'une société, mais aussi comme des titres de créance représentant un droit sur la personne morale qui les émet.

De la même manière, les contrats financiers à terme et les contrats d'option d'achat ou de vente d'instruments financiers auraient été susceptibles d'être inclus dans la catégorie des valeurs mobilières dans la mesure où ils peuvent donner directement ou indirectement accès, à terme, au capital d'une entreprise ou dès lors qu'ils constituent un droit de créance sur la personne qui les émet.

Enfin, tout en reconnaissant que l'inclusion des titres de créance négociables dans la catégorie des valeurs mobilières ne remettrait pas en cause les compétences dévolues à la Banque de France pour la conduite de la politique monétaire, le rapporteur de la commission des finances de l'Assemblée nationale a considéré que cette inclusion serait à l'origine "*d'un certain nombre de confusions*" susceptibles de n'être levées "*qu'au prix d'une analyse détaillée*".

¹ Rapport AN n° 2692 p. 51 et suivantes

En conséquence, l'Assemblée nationale a souhaité ne pas définir la catégorie des valeurs mobilières et éclater les éléments qui la composent en deux catégories distinctes d'instruments financiers. Ainsi, la classification adoptée par l'Assemblée comprend elle quatre catégories d'instruments financiers qui sont :

- les **actions et autres titres de capital** ;
- les **titres de créance** ;
- les parts ou actions d'**organisme de placements collectifs** ;
- les **instruments financiers à terme**.

III. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION

Votre rapporteur tient à formuler les observations suivantes :

En premier lieu, **il peut apparaître, en toute rigueur, paradoxal de continuer à utiliser une notion que l'on se refuse à définir**. En effet, à l'initiative de sa commission des finances, l'Assemblée nationale a introduit trois dispositions nouvelles (article 36 bis relatif au fonds de garantie des instruments financiers ; article 61 VI relatif à la déclaration de marchés réglementés ; article 67 relatif aux créanciers gagistes) - qui nécessitent expressément le recours à la notion de valeurs mobilières.

En second lieu, votre rapporteur observe que **les deux premières critiques formulées à l'encontre de la classification adoptée par le Sénat** (appartenance de certains instruments à deux catégories différentes), en supposant qu'elles soient fondées, **ne sont pas levées par la classification adoptée par l'Assemblée nationale**. En effet, les parts ou actions d'organismes de placement collectif continueront, si l'on reprend le raisonnement du rapporteur de l'Assemblée nationale, de pouvoir être rangées également dans la catégorie des titres voire dans celle des actions. La nouvelle classification, de ce point de vue, ne ferait donc qu'aggraver les choses.

En réalité, ces critiques, essentiellement d'ordre conceptuel, ne semblent guère recevables sur le terrain du droit ou sur celui de la pratique. On rappellera en effet que les différents instruments juridiques sont définis par leur régime juridique. Ces régimes juridiques, actuellement épars dans divers textes de loi, seront bientôt regroupés dans le code monétaire et financier. L'avantage de la solution retenue par le Sénat était de permettre au Parlement de se prononcer sur les principes mêmes de la classification retenue par le Gouvernement dans son avant-projet de code. On constatera donc que cette architecture n'a pas fait l'unanimité.

Enfin, sur la troisième critique, on rappellera que **l'objet des travaux parlementaires est précisément d'éclairer la doctrine et la jurisprudence sur les ambiguïtés susceptibles d'apparaître dans un texte de loi.**

S'agissant du cas particulier, le texte adopté par le Sénat était susceptible d'engendrer deux sortes d'ambiguïtés du fait de l'inclusion des titres de créance négociables dans la catégorie des valeurs mobilières :

- le législateur entend-il modifier les pouvoirs de la Banque de France sur le marché des TCN ?

- le régime d'émission des TCN, en droit des sociétés, est-il affecté ?

Sur le premier point, l'analyse détaillée de la commission des finances de l'Assemblée nationale confirme l'analyse de votre propre commission : ***"l'inclusion des titres de créance dans la catégorie des valeurs mobilières au sens de la présente loi ne changerait pas la conduite de la politique monétaire. Elle ne perturberait pas non plus la définition de la monnaie"***¹.

Sur le second point, et dans la mesure où la définition des valeurs mobilières n'est donnée que **"pour la présente loi"**, **les dispositions spécifiques prévues en droit des sociétés, pas plus du reste que les dispositions du code général des impôts, applicables aux titres de créances négociables ne sont modifiées.** Plus précisément, il doit être clair que la solution retenue par le Sénat n'emporte en aucune manière la compétence des assemblées générales pour émettre des titres de créances négociables ou des BMTN.

Au demeurant, on observera que la loi du 23 décembre 1988 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières n'a pas procédé différemment, en posant une définition des valeurs mobilières, applicable "pour la présente loi" et dans laquelle sont inclus les titres de créance négociables. La définition proposée par le Sénat aurait, de ce point de vue, l'intérêt de lever toute ambiguïté quant à la possibilité pour nos OPCVM dits "monétaires" de bénéficier du passeport européen.

Plus fondamentalement, la définition du concept de valeurs mobilières dans le présent projet de loi permettrait de jeter les bases d'une future harmonisation des concepts utilisés, qui ne sont pas actuellement définis, en droit financier, en droit des sociétés et en droit fiscal.

¹ Rapport AN précité p. 60

Pour toutes ces raisons, votre commission vous propose de revenir au texte adopté par le Sénat en première lecture.

Décision de la commission : votre commission vous demande de revenir au texte adopté par le Sénat en première lecture.

Article premier bis

Définition des valeurs mobilières

Commentaire : cet article, qui avait pour objet de préciser le contenu de la notion de valeurs mobilières, a été supprimé par l'Assemblée nationale.

Pour les raisons indiquées dans le commentaire de l'article premier, votre commission vous propose de revenir au texte adopté par le Sénat en première lecture, en gardant toutefois le bénéfice des améliorations apportées par l'Assemblée nationale, à savoir, l'exclusion, sans équivoque, des effets de commerce et des bons de caisse, de la catégorie des titres de créance.

Décision de la commission : votre commission vous demande de rétablir l'article premier *bis*.

CHAPITRE II

LES PRESTATAIRES DE SERVICES D'INVESTISSEMENT

Section 1

Les différents prestataires de services en investissement

Article 5 A

Les différents prestataires de services en investissement

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

L'Assemblée nationale a modifié cet article afin de corriger une simple erreur matérielle consistant dans l'utilisation impropre de la notion de "*prestataires en services d'investissement*" à la place de celle de "*prestataires de services d'investissement*", utilisée dans le reste du texte.

Votre commission vous propose d'accepter cette modification.

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

Article 5 bis

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 a pour objet de préciser les conditions dans lesquelles des participations peuvent être prises dans et par des entreprises d'investissement.

L'Assemblée nationale a corrigé une erreur matérielle consistant à confier au Conseil national du crédit et du titre une compétence en réalité dévolue au Conseil des établissements de crédit et des entreprises d'investissement.

Elle a également permis à la commission des opérations de bourse d'exercer, s'agissant des sociétés de gestion de portefeuille, la totalité des compétences attribuées au Comité de la réglementation bancaire et financière sur les entreprises d'investissement.

Ces modifications ne peuvent que recueillir l'assentiment de votre commission.

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

Section 2

Agrément

Article 9 A

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 Établissements de crédit), d'établir la réglementation (Comité de la Réglementation bancaire), d'assurer le contrôle prudentiel (Commission bancaire) et d'étudier les perspectives d'évolution de la profession(Conseil national du Crédit).

I. LE DISPOSITIF ADOPTÉ PAR L'ASSEMBLÉE NATIONALE

L'Assemblée nationale a accepté le changement de nom des autorités en charge du contrôle aussi bien des établissements de crédit que des prestataires de services d'investissement. Elle a également accepté les modifications de la composition du Conseil national du crédit (qui devient le Conseil national du crédit et du titre) proposées par le Sénat.

En revanche, s'agissant tout d'abord du **Comité de la réglementation bancaire et financière**, elle a prévu :

- d'une part, la **suppression du représentant de l'Association française des entreprises d'investissement (AFEI)**, ce qui découle nécessairement de la suppression de ladite association, prévue par l'article 10 nonies du projet de loi ;

- d'autre part, que le **Président du Conseil des marchés financiers et le Président de la Commission des opérations de bourse sont entendus** lorsque ce Comité examine des prescriptions d'ordre général touchant à l'activité des prestataires de services d'investissement.

S'agissant du Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, l'Assemblée nationale a prévu :

- d'une part, la **suppression du représentant de l'Association française des entreprises d'investissement (AFEI)**, de la même façon que pour le CRBF ;
- d'autre part, qu'un **représentant de "l'organisme professionnel" auquel est affiliée ou est susceptible d'être affiliée, l'entreprise d'investissement qui demande son agrément puisse participer aux travaux de ce Comité.**

II. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION

S'agissant du **Comité de la réglementation bancaire et financière**, votre commission des finances, estimant insuffisant le principe d'une simple audition, a souhaité que le Président de la COB et celui du CMF puissent participer pleinement aux travaux de cette autorité, lorsqu'elle examine des questions relatives aux métiers du titre.

Votre commission a également souhaité rétablir la présence d'un représentant de l'AFEI, organisation qu'elle vous proposera de rétablir à l'article 10 *nonies* afin d'assurer la parité entre les métiers du titre et ceux du crédit.

Votre commission a également souhaité corriger une erreur matérielle concernant le représentant des organisations syndicale.

S'agissant du **Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement**, votre commission a souhaité s'assurer de la parité entre les métiers en prévoyant la présence de deux représentants de l'Association des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, l'un pour les métiers du titre, l'autre pour les métiers du crédit.

Décision de la commission : votre commission vous demande d'adopter l'amendement qu'elle vous propose.

Article 9 quinquies

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

Commentaire : le présent article a pour objet de préciser les conditions d'agrément des entreprises d'investissement, souhaitant exercer, à titre principal, le service de gestion pour compte de tiers (sociétés de gestion de portefeuille).

I. LES MODIFICATIONS APPORTÉES PAR L'ASSEMBLÉE NATIONALE

L'Assemblée nationale a tout d'abord corrigé une omission dans le texte du Sénat consistant à imposer aux entreprises sollicitant l'agrément de société de gestion de portefeuille (SGP) la présentation d'un programme d'activité.

L'Assemblée nationale a également souhaité revenir sur le monopole confié aux sociétés de gestion de portefeuille concernant "*les placements et biens divers, autres que les instruments financiers*" mais a néanmoins prévu que les SGP pourraient également gérer, pour le compte de tiers de tels placements.

La modification apportée répond, semble-t-il, à deux préoccupations :

- en premier lieu, il s'agit de permettre aux établissements de crédit de gérer, pour le compte de leurs clients, des placements autres que les instruments financiers (parts de containers, diamants, quirats de navire...)
- en second lieu, le rapporteur de la commission des finances de l'Assemblée nationale a relevé le caractère imprécis de la notion de "biens divers".

II. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION

Votre commission admet bien volontiers l'opportunité de la première modification relative au programme d'activité et vous propose de l'accepter.

S'agissant en revanche de la seconde modification, plusieurs précisions doivent être apportées.

En premier lieu, la notion de "*biens divers*", utilisée par votre commission en première lecture, est extraite de l'avant-projet de code monétaire et financier en cours d'élaboration devant la Commission supérieure de codification¹. Il n'en reste pas moins vrai que, pour l'instant, cette notion ne semble pas avoir de contenu juridique précis et que l'observation formulée par le rapporteur de la commission des finances de l'Assemblée apparaît sur ce point pertinente.

En second lieu, on peut comprendre les préjudices causés aux établissements de crédit par l'interdiction qui leur serait faite de gérer pour le compte de leurs clients des placements en diamants ou en parts de vaches laitières, même si, à vrai dire, ce type d'activité semble a priori assez éloigné des activités traditionnelle des banques, fussent elles "universelles".

Toutefois, il peut néanmoins apparaître souhaitable d'établir un monopole de la gestion pour compte de tiers de ces produits particulièrement risqués, au profit des prestataires de services d'investissement, étant entendu que le démarchage de tels produits reste régi par les dispositions de la loi n° 83-1 du 3 janvier 1983 sur le développement des investissements et la protection de l'épargne. Il s'agit en effet d'éviter que des personnes physiques ou morales, n'offrant pas des garanties de compétence et d'honorabilité suffisantes, puissent être, en tant que gestionnaires de tels biens, en mesure de faire acquérir à leurs clients de tels placements financiers, sans que ceux-ci ne l'aient décidé.

Par ailleurs, on observera que la disposition adoptée par l'Assemblée nationale risque d'induire des interprétations *par a contrario* qui ne sont pas nécessairement dans l'intention du législateur. En effet, on pourrait considérer que le fait d'autoriser expressément les SGP à gérer pour le compte de tiers des placements autres que des instruments financiers signifie que les autres formes d'entreprises ne sont pas habilitées à le faire. Une telle interprétation reviendrait, de façon plus ambiguë, à la rédaction du Sénat.

¹ Livre II (les services et les produits) ; titre 3 (les produits financiers) ; chapitre 4 (les autres produits financiers) ; section 1 : "*les biens divers*".

Pour ces raisons, votre commission vous demandera de supprimer le dernier alinéa de l'article 9 *quinquies* dans sa rédaction actuelle et de le reprendre, en étendant le bénéfice du monopole à tous les prestataires de services d'investissement, dans la section relative aux interdictions.

Décision de la commission : votre commission vous demande de supprimer l'avant dernier alinéa de cet article et d'en reprendre le principe dans un article additionnel après l'article 10 sexies.

Article 9 sexies

Comité consultatif de la gestion financière

Commentaire : le présent article institue le comité consultatif de la gestion financière.

L'Assemblée nationale a apporté deux précisions rédactionnelles au texte adopté par le Sénat.

Par ailleurs, elle a étendu l'obligation de consultation par la COB, du Comité consultatif de la gestion financière à toutes les "*dispositions de caractère réglementaire touchant aux activités de gestion de portefeuille*".

Cette extension des pouvoirs du Comité consultatif va assurément dans le sens préconisé par votre commission qui vous propose en conséquence de l'adopter.

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

Article 10 bis

Conditions de retrait de l'agrément pour les prestataires de services d'investissement agréés par le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement

Commentaire : le présent article a pour objet de prévoir les conditions de retrait de l'agrément délivré aux prestataires de services d'investissement, lorsque cet agrément a été délivré par le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement.

Le texte adopté par le Sénat prévoyait que toute entreprise d'investissement dont l'agrément est retiré, cesse d'exercer les services pour lesquels elle avait été agréée. Il prévoyait que : "*lorsque ces services constituent sa seule activité, la personne morale entre en liquidation*" ou qu'au contraire, "*lorsqu'ils n'en constituent qu'une partie, (l'entreprise) peut continuer à exercer ses autres activités*".

L'Assemblée nationale a souhaité, dans le premier cas, prévoir que la liquidation ne s'imposerait pas lorsque le retrait d'agrément a été prononcé :

- à la demande de l'entreprise d'investissement et en l'absence de procédure disciplinaire ;
- ou par suite d'un non usage de l'agrément.

L'Assemblée nationale a également souhaité apporter une précision rédactionnelle au second cas.

Votre commission vous demande d'accepter ces modifications.

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

Article 10 ter

Conditions de retrait de l'agrément pour les sociétés de gestion de portefeuille agréées par la Commission des opérations de bourse

Commentaire : le présent article a pour objet de prévoir les conditions de retrait de l'agrément délivré aux entreprises d'investissement qui ont pour activité principale la gestion de portefeuilles.

Les modifications apportées par l'Assemblée nationale à cet article sont homothétiques de celles apportées à l'article 10 *bis*.

En conséquence, votre commission vous demande également de les accepter.

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

Article 10 quater

Dissociation du statut des maisons de titres de la catégorie des établissements de crédit

Commentaire : le présent article prévoyait 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 titres". Il prévoyait également l'abrogation des dispositions relatives aux maisons de titres dans la loi bancaire. Il a été supprimé par l'Assemblée nationale.

Si la controverse autour du statut des maisons de titres a entraîné autant de réactions de la part des professionnels, aussi bien dans la presse qu'au sein même de nos assemblées, c'est sans doute qu'elle touche au coeur même de ce texte : l'autonomie des métiers du titre.

En d'autres termes si, pour exercer le même métier, le statut d'établissement de crédit offre plus d'avantages que celui d'entreprise d'investissement, il est clair que les intermédiaires français feront le choix du premier. Etait-il alors nécessaire d'adopter un projet de loi affirmant l'autonomie des métiers du titre et n'aurait-il pas suffi de modifier la loi bancaire ?

On rappellera brièvement les raisons qui ont motivé l'Assemblée nationale à maintenir ce statut avant de présenter la position de votre commission.

I. LES RAISONS DU MAINTIEN DES MAISONS DE TITRES

Plusieurs arguments ont été invoqués afin de motiver la position qui a finalement conduit l'Assemblée nationale à maintenir ce statut.

1. Le statut de maison de titres est connu en France et à l'étranger.
2. Sa suppression immédiate pourrait être mal ressentie par les titulaires dudit statut et affaiblir l'attrait de la place de Paris au regard de "*l'offre de statut*", ce qui serait contraire à "*l'esprit*" du présent projet.

3. La suppression de ce statut pourrait risquer de conduire à la généralisation de l'exigence d'un "parrainage" des entreprises d'investissement pour la délivrance de l'agrément par le Comité des établissements de crédit.

4. Il y a tout lieu de penser que les maisons de titres actuelles, placées devant l'alternative proposée par le Sénat de choisir entre le statut de banque et celui d'entreprise d'investissement n'optent pour le premier, ce qui accroîtrait le phénomène de bancarisation de la place de Paris.

II. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION

A ce stade des travaux parlementaires, il ne semble pas inutile de rappeler que la seule différence qui devrait normalement subsister entre le nouveau statut des entreprises d'investissement et l'actuel statut des maisons de titre consiste dans la soumission pour ces dernières à l'article 52 de la loi bancaire.

Ceci étant posé, il semble possible d'écarter le premier argument dans la mesure où le dispositif adopté par le Sénat en première lecture, comme du reste celui que votre commission vous présentera en deuxième lecture, permet le maintien de l'appellation de "*maison de titres*", en tout cas pour celles des entreprises de la catégorie actuelle qui opteront pour le statut d'entreprise d'investissement.

S'agissant de "*l'offre de statuts*", de l'esprit de la loi de transposition et de l'attractivité de la place financière de Paris, on observera tout d'abord qu'un statut juridique ne saurait être assimilé à un produit de consommation dont il faudrait accroître ou maintenir "*l'offre*" afin de répondre à une éventuelle "*demande*". Afin que chaque consommateur puisse savoir d'emblée à qui il a à faire, il semble au contraire nécessaire qu'il y ait autant de statuts que de métiers ; ni plus, ni moins. Serait-il opportun, par exemple, de mettre en place un statut des "*boulangers qui ne font que de la pâtisserie*", alors même qu'existent, d'une part, un statut des "*pâtisseries*" et, d'autre part, un statut des "*boulangers-pâtisseries*" ? C'est du reste bien l'esprit de la directive que de consacrer une approche par métier et non par statut. Cela signifie que des gens exerçant le même métier doivent être soumis aux mêmes conditions de concurrence. C'est aussi l'approche retenue par votre commission.

On observera, toujours au sujet de "*l'esprit*" de la directive que celui-ci consiste également à permettre à une entreprise d'exercer son métier dans tous les pays de l'Union sans avoir à solliciter d'autre agrément que celui donné par les autorités de son propre pays. C'est dire que l'on pourrait accroître l'offre de statuts à l'infini, cela ne changerait rien à l'attractivité de la place financière de Paris puisque les nouveaux entrants auront la possibilité d'intervenir sous le statut de leur propre pays. Cet hypothétique problème de l'offre de statuts ne

concerne donc que nos propres nationaux et les entreprises européennes ou non européenne exerçant déjà en France par le biais d'une filiale de droit français.

Pour tous ceux-là, la question essentielle est de pouvoir continuer à exercer leur métier dans les mêmes conditions qu'aujourd'hui. Tel est l'objet des amendements qui vous seront présentés par votre commission des finances, non seulement au présent article, mais aussi à l'article 33 *ter* et à l'article 61.

Pour les établissements européens qui, en dépit de la possibilité qui leur est offerte d'intervenir à Paris sans créer de filiale de droit français, souhaiteraient quand même mettre en place une telle filiale, on peut considérer que le choix de se placer ou non sous l'empire de l'article 52 existe déjà, puisqu'ils pourront opter pour le statut de banque ou celui d'entreprise d'investissement.

S'agissant enfin des risques éventuels de bancarisation, on rappellera, d'une part, que les actuelles maisons de titres sont, actuellement, des établissements de crédit et, d'autre part, qu'en vertu des règlements bancaires, elles ont jusqu'au 31 décembre 1998 pour trouver un "*actionnaire de référence*". Dans ces conditions, et si le souci est bien d'éviter une "*bancarisation*" excessive de notre place financière, il suffirait qu'une seule maison de titres opte pour le statut d'entreprise d'investissement pour que la situation actuelle s'en trouve améliorée.

Au-delà des arguments invoqués, votre commission souhaite rappeler, sur ce point important, que le maintien du statut des maisons de titres apparaît à la fois inutile et dangereux. En outre, il témoigne d'une vision dépassée du de la banque universelle ou de ce que l'on pourrait appeler le "tout bancaire".

A. UN STATUT DÉSORMAIS INUTILE

1. les maisons de titre sont des établissements de crédit par accident

A l'origine, le statut des maisons de titre répondait à la nécessité d'avoir **un statut plus souple que celui des banques** pour exercer les métiers de la gestion et du placement sur le marché primaire. Au demeurant, le projet initial du gouvernement qui devait aboutir à la loi bancaire de 1984 les assimilait aux gérants de portefeuille ce qui révèle combien leurs activités sont éloignées de celles des banques. Ce n'est que parce qu'elles avaient **besoin de l'accès au marché interbancaire pour exercer leur activité de placement** que le Sénat avait décidé de leur ménager une place à part au sein de la loi bancaire (le célèbre article 99).

En 1992, ces établissements ont été inclus dans la catégorie des établissements de crédit, afin de bénéficier du passeport européen (article 18 de la loi bancaire). Depuis lors, elles sont soumises pour leur agrément, aux mêmes conditions que les banques (actionariat de référence).

2. Aujourd'hui elles entrent naturellement dans la catégorie des entreprises d'investissement

Les maisons de titre n'exercent en effet aucun métier de banque et concentrent leur activité sur les métiers du titre. Elles correspondent point pour point à la définition des entreprises d'investissement. Il n'y a donc rationnellement, aucune nécessité de maintenir ce statut dès lors qu'est créé un statut spécifique, plus souple que celui des banques et bénéficiant du passeport européen.

A cela il convient d'ajouter que si ces établissements tiennent à se prévaloir de l'étiquette "établissement de crédit" pour exercer les métiers du titre, ils peuvent le faire, puisque les banques auront désormais la possibilité d'exercer directement l'ensemble des métiers du titre.

Maintenir un statut bancaire spécifique apparaît dans ces conditions comme une complication inutile de notre organisation juridique. Ce serait en outre dangereux.

B. LE MAINTIEN DE CE STATUT SERAIT DANGEREUX.

1. En termes de protection de l'épargne publique

Il permettrait à certains acteurs de se prévaloir d'une étiquette (établissement de crédit) censée apporter une sécurité juridique qu'ils ne sont pas en mesure d'offrir réellement :

- soit parce que, ayant été agréés avant 1992, ils ne disposent pas d'actionnaires de référence ;

- soit parce que, quand bien même en disposeraient-ils, l'article 52-1 fonctionne mal (cf. Affaire Pallas Stern) ; à tel point que le commission des finances de l'Assemblée nationale elle même a engagé une réflexion sur ce sujet.

2. En termes de distorsions de concurrence

Parce qu'il permettrait que se développe le discours suivant :

"Deux catégories de gens exercent les métiers du titre : les amateurs, c'est à dire les entreprises d'investissement, et les gens sérieux : les établissements de crédit. Les établissements de crédit sont plus sérieux, parce qu'ils sont soumis à l'article 52 de la loi bancaire qui prévoit, d'une part, l'action en comblement de passif à la charge des actionnaires de référence et, d'autre part, l'appel à la solidarité de place en cas de nécessité. Faites donc vos affaires avec des gens sérieux."

Par ailleurs on peut craindre qu'en ne faisant pas basculer les maisons de titre dans la catégorie des établissements de crédit, il n'y aurait aucune pression sur les autorités bancaires pour qu'elles accordent l'accès au marché interbancaire aux entreprises d'investissement. Or, si cet accès n'est pas très rapidement assuré, celles-ci renonceront à ce statut pour se placer dans le cadre de la loi bancaire. La loi financière sera dépourvue de contenu et **la bancarisation des métiers du titre sera complète.**

C. UNE VISION DÉPASSÉE DE LA BANQUE UNIVERSELLE

Il semble en effet admis depuis 1984 que le statut de banque permette d'exercer toutes les opérations de banque (dépôt, crédit, gestion de moyens de paiement) : c'est la théorie de la banque universelle ;

Avec le présent projet, les banques pourront exercer également - sous des conditions égales de concurrence - les métiers du titre ; ce qui est déjà une vision très extensive de la banque universelle ;

La position adoptée par l'Assemblée nationale pourrait conduire à ce qu'il soit nécessaire d'avoir le statut d'établissement de crédit pour exercer efficacement d'autres métiers que celui du crédit.

Une telle évolution n'est pas apparue souhaitable à votre commission des finances qui vous demande donc de revenir aux principes adoptés par le Sénat en première lecture, tout en prenant en compte les préoccupations exprimées devant l'Assemblée nationale par M. Jean Arthuis, ministre de l'économie et des finances d'une solution moins "brutale".

Le compromis proposé consiste à ouvrir une option explicite et non plus implicite aux actuelles maisons de titres.

Ce n'est qu'à l'issue du délai d'option qui s'achèvera le 30 juin 1997 que le statut actuel sera abrogé, et non plus *ab initio*, comme le prévoyait le texte adopté par le Sénat.

Qu'elles choisissent le statut de banque ou celui d'entreprise d'investissement, les maisons de titres bénéficieront, de par la loi, de l'agrément pour exercer l'ensemble des métiers du titre, à condition bien évidemment qu'elles respectent l'ensemble des exigences, notamment en matière de fonds propres, inhérents à ce statut. Concrètement, cela devrait les dispenser d'un examen de leur programme d'activité devant le Conseil des marchés financiers.

Il appartiendra donc à chaque entreprise de se déterminer en fonction de sa stratégie ou de ses caractéristiques propres en pesant les avantages et les inconvénients de l'article 52 de la loi bancaire.

Décision de la commission : votre commission vous demande de modifier le présent article dans le sens indiqué ci-dessus.

Article 10 quinquies

Appellation de "courtiers en instruments financiers"

Commentaire : le présent article prévoyait 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".

L'article 10 *quinquies* prévoyait de réserver l'appellation de "*courtier en instruments financiers*" aux entreprises d'investissement agréées pour exercer des activités de réception et de transmission d'ordres, de négociation pour compte de tiers et de placement.

Le fait de réserver une telle appellation présentait deux avantages.

En premier lieu, elle permettait, sans créer de sous-statut spécifique de créer une appellation permettant aux investisseurs non avertis de faire la distinction entre l'entreprise d'investissement dont l'agrément porte, principalement, sur le courtage et l'entreprise d'investissement agréée pour exercer l'ensemble des métiers du titre (la "*maison de titre*" dans le texte adopté par le Sénat). Il semble en effet important, compte tenu de la multiplicité des combinaisons de métiers possibles, que, dans l'intérêt général, les investisseurs soient en mesure de savoir d'entrée de jeu à quelle catégorie d'intermédiaire financier ils ont à faire.

Surtout, elle permettait, par combinaison avec l'article 61 II de régler sans difficultés le sort des agents des marchés interbancaires dont le statut est actuellement régi par l'article 69 de la loi bancaire. En effet, ce dernier article prévoyait que ces intermédiaires reçoivent de plein droit, la qualité de courtiers en instruments financiers et par conséquent la qualité d'entreprise d'investissement et le passeport européen qui s'y rattache.

L'Assemblée nationale, à l'initiative de sa commission des finances, a supprimé cet article. Le rapporteur du projet a en effet considéré qu'il n'était pas opportun de créer dans la loi une sous-catégorie particulière d'entreprises d'investissement.

Votre commission des finances est sensible à cet argument, étant toutefois entendu que l'opportunité de créer des appellations pour permettre aux investisseurs de reconnaître telle ou telle sous-catégorie d'entreprise d'investissement n'est pas remise en cause.

A cet effet, le Conseil des marchés financiers, à l'instar des actuels Conseil des bourses de valeur et Conseil des marchés à terme, disposera de toute latitude pour créer, dans son règlement général, les sous-catégories qu'il lui semblera opportun de distinguer. Une telle procédure apportera, il est vrai, plus de souplesse et facilitera le suivi normatif de l'évolution des différents métiers du titre.

L'intention du législateur étant, sur ce point, dépourvue d'ambiguïté votre commission des finances vous demande de maintenir la suppression du présent article.

Toutefois, le problème concernant les agents des marchés interbancaires reste entier et votre commission vous proposera une nouvelle version du paragraphe II de l'article 61, de nature à ne pas nuire à l'activité de cette catégorie, sans doute modeste en nombre, mais très importante dans le bon fonctionnement de nos marchés financiers.

Décision de la commission : votre commission vous demande de maintenir la suppression de cet article.

Section 4

Organisation de la profession

Article 10 nonies

Organisation de la profession

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

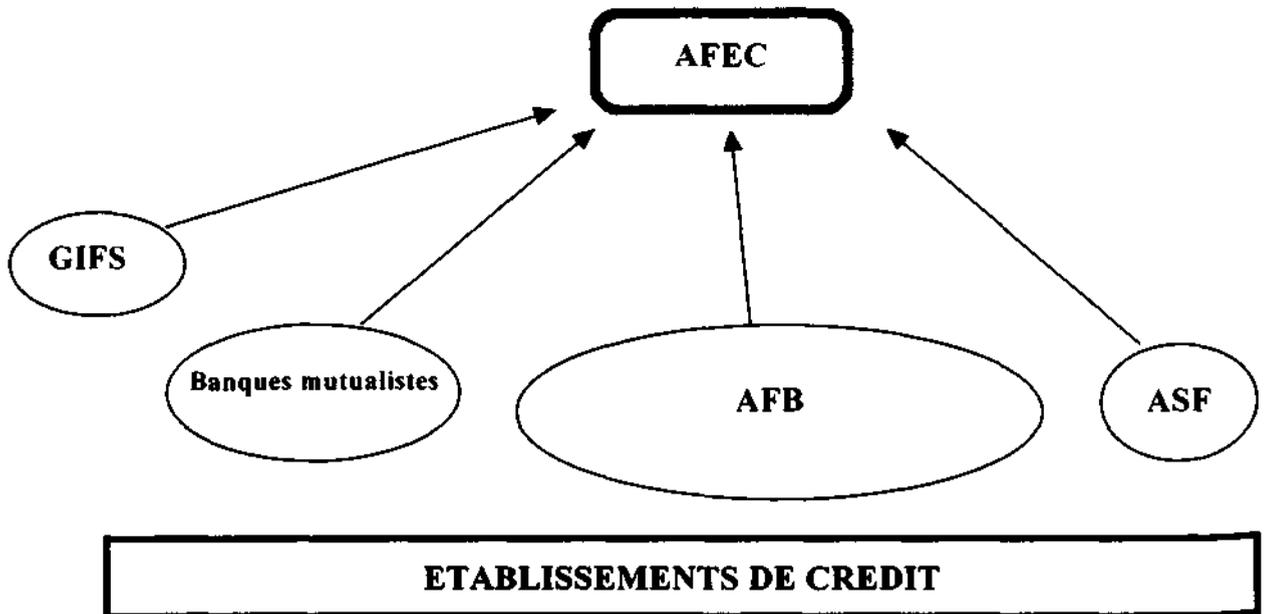
I. LE DISPOSITIF ADOPTÉ PAR L'ASSEMBLÉE NATIONALE

Dans le souci de garantir que les entreprises d'investissement disposent, au sein de l'Association française des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (AFECEI), d'une représentation suffisamment forte et structurée, comparable à celle dont disposent les établissements de crédit, le Sénat avait souhaité prévoir l'adhésion obligatoire, directe ou indirecte, à un organisme professionnel qu'il proposait d'appeler "*Association française des entreprises d'investissement*".

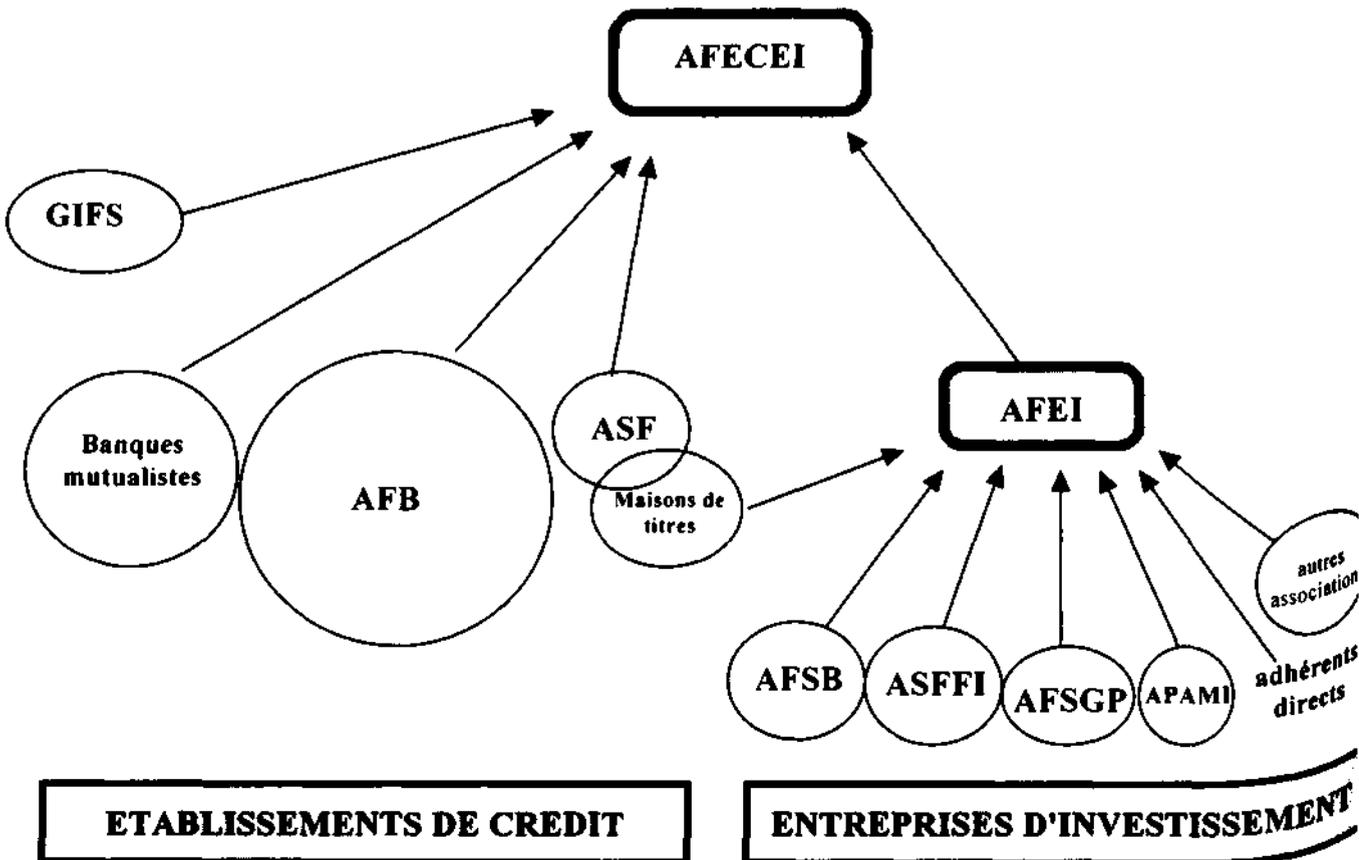
Considérant qu'il n'était pas opportun de regrouper de manière autoritaire un ensemble d'opérateurs dont les préoccupations et les cultures sont manifestement différentes et qu'il valait mieux laisser la libre initiative jouer, l'Assemblée nationale, à l'initiative de M. Michel Inchauspé, a décidé de modifier cet article.

Le texte adopté par l'Assemblée nationale prévoit en effet que chaque entreprise d'investissement, chaque entreprise de marché et chaque chambre de compensation doit adhérer à une association de son choix, elle-même affiliée à l'Association française des établissements de crédit et des entreprises d'investissement.

SITUATION ACTUELLE



DISPOSITIF ADOPTÉ PAR LE SÉNAT

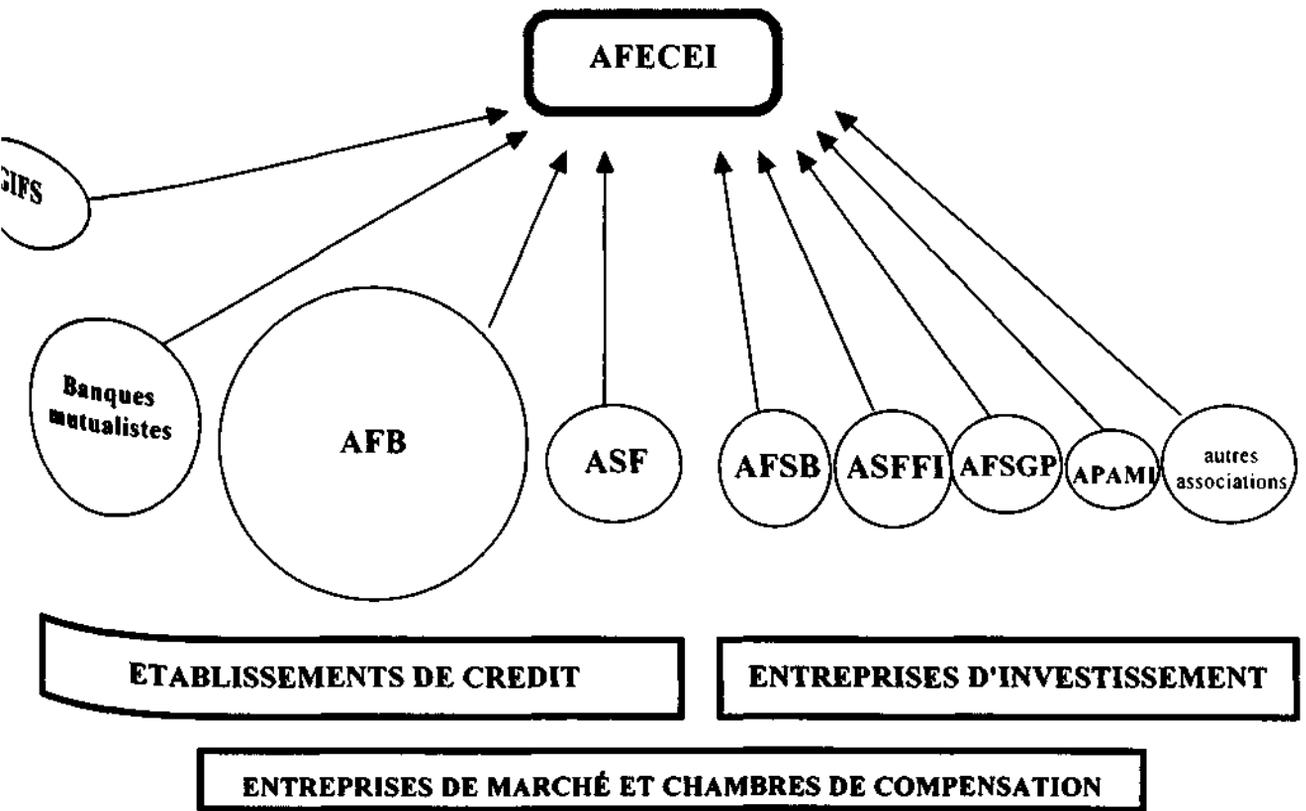


Organismes professionnels créés par la loi



Associations professionnelles

DISPOSITIF ADOPTÉ PAR L'ASSEMBLÉE NATIONALE



On rappelle que :

AFEC : Association française des établissements de crédit (structure existante)

AFECEI : Association française des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (rebaptisée par le projet de loi)

AFEI : Association française des entreprises d'investissement

AFB : Association française des banques

Banques mutualistes : Crédit agricole, Crédit Mutuel, Banques populaires...

ASF : Association des sociétés financières

GIFS : groupement des institutions financières spécialisées, dont font partie actuellement la SBF et MATIF SA

AFSB : Association française des entreprises d'investissement

AFSGP : Association française des sociétés de gestion de portefeuilles

ASFFI : Association des sociétés et fonds français d'investissement

APAMI : Association professionnelle des agents des marchés interbancaires

Il convient de souligner que le dispositif adopté par le Sénat prévoyait la possibilité d'adhésion directe à l'AFEI, tandis que le dispositif adopté par l'Assemblée nationale prévoit l'adhésion obligatoire à une association professionnelle.

Autre différence importante : dans le dispositif adopté par le Sénat, les entreprises de marché ne sont pas obligées d'adhérer directement ou indirectement à l'AFEC

II. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION

Votre commission observe que la position adoptée par le Sénat en première lecture, ne diffère pas sensiblement de celle présentée par le ministre de l'économie et des finances devant l'Assemblée nationale.

Pour toutes sortes de raisons, ayant trait notamment à l'autonomie des métiers du titre, il semble en effet d'**intérêt général** que les métiers du titre se dotent d'une représentation professionnelle forte susceptible de jouer un rôle d'*interlocuteur représentatif, capable d'engager toute la profession, vis à vis des Pouvoirs publics.*

La différence d'appréciation porte en réalité sur les moyens à mettre en oeuvre pour arriver à un tel objectif.

A cet égard, votre commission considère qu'en l'absence d'impulsion législative, les chances de voir naître une telle association sont très faibles. En effet, les métiers du titre sont représentés par un grand nombre d'associations, dont seules les plus importantes ont été représentées dans les schémas ci-dessus. Il est probable, et dans une certaine mesure légitime, que beaucoup d'entre elles souhaitant maintenir les spécificités qui font leur raison d'être, feront le choix d'une ambition solitaire plutôt que celui d'une aventure solidaire.

C'est du reste l'appréciation qu'avait fait le législateur de 1984 concernant les établissements de crédits. La même analyse reste valable *mutatis mutandis*. Doit on considérer pour autant que celui-ci avait une approche "vichyste" ?

En réalité, la question est de savoir si la solution que vous demande d'adopter votre commission porte atteinte à la liberté d'association ?

Une telle assertion ne résiste pas à l'analyse puisque l'obligation d'adhésion à l'AFEL, qui est en fait davantage un "organisme professionnel" qu'une véritable association, peut être directe ou indirecte. Cela signifie que les associations existantes pourront continuer d'exister. De nouvelles pourront même voir le jour. Si, par exception, des entreprises d'investissement ne se sentiraient à l'aise dans aucune des associations existantes, elles auraient néanmoins le choix d'adhérer directement à l'association fédérale.

Par ailleurs, votre commission considère inutile l'obligation faite aux entreprises de marché et aux chambres de compensation d'adhérer à une association professionnelle.

En effet, les chambres de compensation seront déjà, en qualité d'établissements de crédit, obligées d'adhérer, juridiquement, à l'AFEC et, en pratique, à l'AFB. Quant aux entreprises de marché, il n'est pas certain qu'elles partagent les mêmes "*droits et intérêts*" que les prestataires de services d'investissement, qu'ils soient établissements de crédit ou entreprises d'investissement. Faudra-t-il qu'elles créent une Association française des entreprises de marché qui représenterait en quelque sorte le coeur de la place financière de Paris, du moins pour ce qui est des marchés réglementés, et organisés ?

Pour toutes ces raisons, votre commission vous propose de rétablir le texte adopté par le Sénat en première lecture.

Décision de la commission : votre commission vous demande de modifier le présent article afin de rétablir la version adoptée par le Sénat en première lecture.

TITRE II

LES MARCHES FINANCIERS

CHAPITRE PREMIER

LE CONSEIL DES MARCHÉS FINANCIERS

Section 1

Organisation

Article 12

Composition du Conseil des marchés financiers

Commentaire : le présent article institue le Conseil des marchés financiers, autorité professionnelle chargée de l'élaboration et du contrôle des règles de bonnes conduites s'imposant aux prestataires de services d'investissement.

I. LE TEXTE ADOPTÉ PAR LE SÉNAT

Le Conseil des marchés financiers (CMF) est l'autorité professionnelle résultant de la fusion entre le Conseil des bourses de valeurs, et le Conseil des marchés à terme.

Cette nouvelle autorité aura des fonctions de co-décision dans l'agrément des prestataires de services d'investissement, de réglementation et de contrôle. Elle aura pour compétence :

- **d'approuver le programme d'activité des prestataires de services d'investissement** pour les métiers financiers autres que la gestion pour compte de tiers ;

- **de définir les règles de bonne conduite** applicables aux prestataires de services d'investissement, autres que les gestionnaires pour compte de tiers, ainsi que les principes généraux d'organisation et de fonctionnement des marchés réglementés ;

- **d'assurer le contrôle des intermédiaires** (autres que les gestionnaires) quel que soit la catégorie de marché sur laquelle ils interviennent (marchés réglementés et marchés de gré à gré) **ainsi que le contrôle des opérations sur les marchés réglementés** (la régularité des opérations n'est pas contrôlée sur les marchés de gré à gré).

Le présent article traite de la composition du CMF.

Le Sénat a prévu de fixer dans la loi la composition de cette autorité, alors que le Gouvernement prévoyait de renvoyer cette composition à un décret en Conseil d'Etat. L'Assemblée nationale n'a pas remis en cause cette orientation.

Le texte adopté par le Sénat prévoyait que le CMF comprendrait quinze membres délibérants ainsi qu'un représentant de la Banque de France et un commissaire du Gouvernement. A la demande du Gouvernement, votre rapporteur avait accepté de rectifier l'amendement de la commission des finances, afin de ne pas assurer la présence d'un représentant de la Commission des opérations de bourse au sein de cette instance professionnelle.

Le Sénat avait prévu que les quinze membres de ce Conseil soient élus pour trois ans, renouvelables par tiers tous les ans, sans limitation du nombre des mandats. Ils se répartissaient de la façon suivante : six membres représentant les intermédiaires de marché, six membres représentant les investisseurs et les intermédiaires, un membre élu parmi les salariés des entreprises ou établissements prestataires de services d'investissement et enfin deux personnalités qualifiées.

II. LES MODIFICATIONS APPORTÉES PAR L'ASSEMBLÉE NATIONALE

L'Assemblée nationale a, tout d'abord, modifié la composition du CMF en augmentant le nombre des membres représentant les intermédiaires de marché qui passe désormais à sept.

Le texte adopté par le Sénat prévoyait que ces membres seraient choisis sur une liste établie conjointement par l'AFECEI et par l'AFEI. Trois d'entre eux étaient censés représenter les marchés au comptant et trois autres

les marchés à terme. Parmi ces derniers, un au moins devait représenter les marchés à terme de marchandise.

L'Assemblée nationale, tirant les conséquences de la suppression de l'AFEI, a confié à la seule AFECEI le soin d'élaborer la liste des représentants des intermédiaires de marché.

Elle a également souhaité ne pas figer dans la loi la parité entre les représentants des marchés au comptant et ceux des marchés à terme. Toutefois, elle a souhaité faire un cas particulier du représentant des marchés à terme de marchandise, dont la présence au sein du CMF résulte du texte adopté par le Sénat.

Elle est revenue sur le principe de l'élection du représentant des organisations syndicales et a prévu que celui-ci serait choisi sur une liste établie par les organisations syndicales représentatives. Toutefois, elle a prévu que ce membre représenterait non seulement les salariés des entreprises ou établissements prestataires de services d'investissement, mais aussi les salariés des entreprises de marché.

L'Assemblée nationale a précisé expressément que le commissaire du Gouvernement participe également aux formations disciplinaires, ce que le texte du Sénat n'excluait pas.

Enfin, l'Assemblée a prévu que le Conseil, en formation plénière, pourrait inviter des personnalités qualifiées à participer, à titre consultatif, aux travaux du Conseil.

III. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION

Votre commission des finances vous demande d'accepter la prolongation du mandat de trois à quatre ans des membres du Conseil, dans la mesure où cet allongement de la durée est assorti d'une condition de non renouvellement.

Par ailleurs, la légère sur-représentation des intermédiaires de marché par rapport aux émetteurs et aux investisseurs est également acceptable dans la mesure où, d'une part, le CMF a vocation, par symétrie avec le Comité consultatif de la gestion financière, à s'occuper des intermédiaires et, d'autre part, les personnalités qualifiées nommées directement par le ministre pourront faire prévaloir des majorités d'idées et conjurer tout risque de corporatisme. Ces dernières joueront en quelque sorte le rôle de modérateur entre les différentes parties.

Par conséquent, votre commission vous demande également d'accepter le principe d'un chiffre pair pour cette autorité, dans la mesure où celui-ci s'accommode mieux d'un renouvellement par moitié. Le fait que le Président dispose d'une voix prépondérante semble suffisant pour éviter tout risque de partage égal des voix. On observera que c'est également le cas de la COB qui comporte un nombre pair de membres. Enfin, il ne serait pas souhaitable, dans un souci d'efficacité, d'accroître encore le nombre des membres.

En revanche, votre commission vous demande d'harmoniser les conditions de désignation des membres du Conseil et de limiter la possibilité pour un membre extérieur de participer aux travaux de la formation plénière du Conseil.

S'agissant des conditions de nomination, il convient de préciser que le texte actuellement retenu par les deux assemblées prévoit que le ministre de l'économie et des finances devra choisir les membres soit sur une liste établie par les associations professionnelles (pour les six représentants des intermédiaires de marché et un représentant des investisseurs) ou les organisations syndicales représentatives (le représentant des salariés), soit après simple consultation des organisations représentatives (représentants des émetteurs, des investisseurs et du marché des marchandises).

A vrai dire, cette hétérogénéité n'est pas satisfaisante et, comme le fait très justement remarquer le rapporteur de la commission des finances de l'Assemblée nationale, la technique de la liste risquerait d'entraver fortement la liberté d'appréciation du ministre ¹.

S'agissant des intermédiaires de marché cette restriction serait d'autant plus dangereuse que l'Assemblée nationale n'a pas souhaité l'émergence d'une Association unique représentant l'ensemble des métiers du titre et susceptible de faire contrepoids à l'Association française des banques, dont les membres composent 80 % de l'actuelle AFEC ². On ne peut que regretter que l'Assemblée nationale n'ait pas souhaité conjurer ce risque.

S'agissant des représentants des salariés, le Sénat avait retenu le principe de leur élection. Le rapporteur de l'Assemblée nationale, à l'instar du ministre de l'économie, lors de la discussion au Sénat, a mis en évidence les complications matérielles susceptibles d'être entraînées par ce principe appliqué au cas particulier des représentants des salariés. Il faudrait en effet

¹ Rapport AN précité, p. 133.

² Rapport AN précité p. 125.

organiser un collège spécifique des salariés des prestataires de services d'investissement, qui se heurterait à de nombreuses difficultés dans les grands établissements de crédit qui auront vocation à avoir un double statut.

Votre commission, sensible à cet argument, accepte donc de revenir sur sa position initiale. Toutefois, l'établissement d'une liste n'a pas grand sens dans la mesure où un seul poste est à pourvoir. **La logique démocratique veut que ce choix s'effectue au profit de l'organisation syndicale la plus représentative.** Il n'est donc pas très important qu'il intervienne sur établissement d'une liste ou après consultation des organisations syndicales.

Par ailleurs, votre commission vous demande également de limiter la participation des membres extérieurs, même à titre consultatif, aux travaux du Conseil.

En effet, selon la proposition adoptée par le Sénat et non contestée par l'Assemblée nationale, l'articulation entre les formations spécialisées et le Conseil pourraient valablement s'inspirer du modèle des commissions parlementaires permanentes. En d'autres termes, les formations sont des instances de préparation et d'instruction des dossiers, elles ont pouvoir d'entendre toutes les personnes dont elles estimeraient l'audition utile ou nécessaire. Elles ont même le pouvoir de s'adjoindre des membres consultants ou "experts" qui participent aux travaux avec voix délibérative. En revanche, seul le Conseil a un pouvoir de décision. Il délibère, le cas échéant, sur le rapport de ses formations.

Le rapporteur de la commission des finances de l'Assemblée nationale a souhaité que le Conseil puisse "entendre, préalablement à ses décisions, toute personne qualifiée que son Président jugera bon d'inviter : la participation des représentants des entreprises de marché doit notamment être possible"¹.

Votre commission peut admettre qu'à titre exceptionnel et, préalablement à ses décisions, le Conseil entende des "personnalités qualifiées", telles que les Présidents des entreprises de marché, ou encore les Présidents d'autorités, françaises ou étrangères, disposant de compétences voisines ou similaires. **Mais permettre à ces personnalités de participer aux travaux du Conseil, même sans voix délibérative, semble contraire à la logique voulue par le Sénat, en première lecture, pour le fonctionnement de cette institution.**

¹ Rapport AN précité p. 137.

Concrètement, la solution proposée par votre commission permettrait à certaines personnalités, intervenant *es* qualité, d'être auditionnées par le Conseil en formation plénière. Mais il doit être clair que ces personnalités ne pourraient être présentes au moment des délibérations. **La sanction du non respect de cette règle serait effectivement le vice de forme et par conséquent l'annulation de la décision prise dans des conditions irrégulières.** A cet égard, on rappellera que le vice de forme n'est pas nécessairement condamnable en soi et que, pour reprendre la célèbre formule de Liebhing, "*la procédure est la garante de la liberté*".

Décision de la commission : votre commission vous demande de modifier cet article, afin d'harmoniser les modalités de désignation des membres du CMF et de limiter les possibilités de participation aux travaux de la formation plénière de membres extérieurs.

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.

Le Sénat avait modifié cet article afin de prévoir la possibilité pour le CMF de créer en son sein des formations spécialisées susceptibles d'intervenir sur toutes questions, à l'exception de l'approbation des programmes d'activité et du règlement concernant les offres publiques.

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.

L'Assemblée nationale a souhaité soustraire de la compétence réservée à la formation plénière du Conseil l'approbation des programmes d'activité. Par ailleurs, elle a précisé que la compétence réservée du Conseil en matière d'offres publiques, s'exerçait pour les décisions individuelles et non pour les décisions de réglementation.

Le fait d'interdire au Conseil de déléguer ses compétences d'instruction dans telle ou telle matière visait à conjurer le fait que, pour certaines décisions particulièrement sensibles dans lesquelles la collégialité du Conseil doit jouer à plein, une partie seulement des membres du Conseil ne s'approprient la décision. C'eût été en effet rendre inutile les équilibres voulus par le législateur et prendre le risque de dérives corporatistes.

Dans la mesure où les travaux préparatoires du Sénat, confirmés sur ce point par ceux de l'Assemblée nationale, permettent d'établir sans ambiguïté que *"les formations spécialisées (...) ne bénéficieront d'aucun pouvoir délégué de décision et n'auront pour objet que la préparation des délibérations du Conseil des marchés financiers"*¹, les précisions et restrictions apportées par l'Assemblée nationale ne modifient pas la logique de fonctionnement voulue par la Haute assemblée et peuvent, par conséquent, être acceptées.

¹ Rapport AN précité, p. 141.

On notera toutefois que la restriction consistant à empêcher le Conseil de déléguer ses compétences d'instruction en matière de décisions individuelles relatives à des offres publiques se justifie par l'existence d'un régime destiné à éviter les conflits d'intérêt (article 15 *bis*) qui pourrait se traduire par des difficultés à trouver, au sein d'une formation restreinte, des membres qui ne soient pas dans cette situation.

Par ailleurs, l'Assemblée a également souhaité préciser que le Président du CMF, qui préside aussi les formations spécialisée, à moins qu'il ne délègue cette présidence à un autre membre, soit aussi membre de droit de ces mêmes formations. Votre rapporteur suppose que l'Assemblée nationale a ainsi souhaité s'assurer du fait que, même lorsque le président du CMF décide de déléguer la présidence d'une formation spécialisée, il puisse néanmoins participer, en tant que de besoin, aux travaux de cette formation.

Votre commission vous demande d'accepter ces modifications.

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

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.

L'Assemblée nationale a apporté la même précision concernant la présidence des formations disciplinaires, que celles concernant les formations spécialisées.

Toutefois, elle a prévu, que le nombre des membres des formations disciplinaires serait fixé par la loi et égal à six.

Votre commission vous demande d'accepter ces modifications.

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

Article 15 bis

Conflits d'intérêt

Commentaire : le présent article a pour objet de fixer la procédure nécessaire pour éviter que ne se produise des conflits d'intérêts dans les délibérations du Conseil.

L'article 15 *bis*, prévoit les 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'Assemblée nationale a souhaité restreindre dans le temps, la durée interdisant à un membre du Conseil de participer à une délibération dans laquelle il a eu, directement ou indirectement, un intérêt. Initialement fixée à trente-six mois, cette durée a été ramenée à dix-huit mois.

Par ailleurs, l'Assemblée a souhaité confier expressément au Président du Conseil le soin de prendre les mesures appropriées pour assurer le respect des obligations et des interdictions résultant de ce régime d'incompatibilités.

On peut comprendre le souci de l'Assemblée nationale d'assouplir un régime d'incompatibilités professionnelles difficile, par construction, à concilier avec le principe même d'une autorité professionnelle.

Au-delà même des textes, il semble évident que la crédibilité de l'institution mise en place dépendra, dans une large mesure, de la capacité des professionnels à faire en sorte que leur impartialité ne soit pas susceptible d'être mise en cause.

C'est pourquoi, la notion "d'intérêt", de même que celle "d'affaire" devront être interprétées restrictivement par la jurisprudence.

A défaut, il y aurait une incohérence de la part du législateur à vouloir, d'une part, faire confiance aux professionnels pour assumer d'importantes missions d'agrément, de contrôle et de régulation et, d'autre part, mettre en place un régime trop strict d'incompatibilités, les empêchant de remplir correctement ces missions.

Pour ces raisons, votre commission vous demande d'accepter les modifications adoptées par l'Assemblée nationale.

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

Section 2

Attributions du Conseil des marchés financiers

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. LES MODIFICATIONS APPORTÉES PAR L'ASSEMBLÉE NATIONALE

L'Assemblée nationale a apporté au texte résultant des travaux du Sénat quatre modifications consistant à :

1. imposer la publication au *Journal officiel* du règlement général du CMF, en annexe à son arrêté d'homologation ;
2. exclure du champ de compétence du règlement du CMF, les activités de dépositaire central et de conservateur, mais l'étendre à l'exercice des fonctions de compensation ;
3. accorder la possibilité au CMF de délivrer lui-même des cartes professionnelles, au même titre que les entreprises de marché et les prestataires de services d'investissement ;
4. limiter la compétence du CMF aux seuls "*principes généraux que doivent respecter les marchés réglementés*". afin d'éviter qu'il n'empiète sur les pouvoirs des entreprises de marché.

II. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION

Votre commission des finances avait considéré que le fait d'annexer le règlement général du CMF à son arrêté d'homologation allait de soi et que cette obligation n'avait pas être fixée par la loi. Néanmoins, dans la mesure où elle partage l'objectif de la commission des finances de l'Assemblée nationale, votre commission vous demande d'accepter cette modification.

De la même manière votre commission n'a pas de raisons majeures de s'opposer aux modifications adoptées par l'Assemblée nationale concernant les points 2 et 3.

En revanche votre commission vous demande de ne pas adopter les modifications concernant la compétence réglementaire du CMF sur les marchés réglementés et de rétablir le texte adopté par le Sénat en première lecture.

En effet, il résulte des travaux préparatoires de l'Assemblée nationale que l'intention était de limiter les compétences de l'autorité professionnelle par rapport aux entreprises de marché afin que celles-ci ne soient pas dépossédées du pouvoir de fixer elles mêmes les règles d'organisation et de fonctionnement des marchés placés sous leur responsabilité.

Or, en droit, comme en grammaire, c'est le qualificatif qui restreint le sens et sa suppression qui l'élargit. En d'autres termes donner compétence au CMF pour fixer les "*principes généraux que doivent respecter les marchés réglementés*" conduirait assurément à lui donner plus de pouvoirs qu'en limitant sa compétence aux seuls "*principes généraux d'organisation et de fonctionnement que doivent respecter les marchés réglementés*".

Cette terminologie semble suffisamment précise et renvoie à des notions bien connues, utilisées dans notre Constitution. Il reviendra en effet au CMF, autorité professionnelle, de "*déterminer les principes généraux*" (article 17) et aux entreprises de marché, sociétés commerciales, de "*fixer les règles*" (article 22), d'organisation et de fonctionnement.

En outre **cet élargissement des compétences du CMF apparaît dangereux** une fois combiné avec les modifications apportées par l'Assemblée nationale à l'article 52 concernant le champ de compétence de la COB.

En effet, l'Assemblée nationale a souhaité revenir sur la modification de l'article premier de l'ordonnance de 1967 déterminant le champ de compétence de la COB, adopté par la Haute assemblée en première lecture. Aux termes, du texte adopté par l'Assemblée nationale, l'autorité publique se

verrait confiée le soin de "*veiller au bon fonctionnement des marchés financiers*". **On aboutirait de la sorte à un recouvrement des compétences entre l'autorité publique et l'autorité professionnelle, préjudiciable au fonctionnement harmonieux de nos autorités de contrôle.**

En conséquence, votre commission des finances vous demande de rétablir la version adoptée par le Sénat en première lecture.

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 17 bis

**Pouvoirs réglementaires du Conseil des marchés financiers
concernant les offres publiques**

Commentaire : le présent article a pour objet de définir les compétences du Conseil des marchés financiers en matière d'offre publique.

En première lecture, votre commission s'était ralliée à la rédaction proposée par votre commission des lois pour le présent article. Cette rédaction avait essentiellement pour but de séparer les procédures applicables au marché hors cote en matière d'offre publique de celles applicables sur les marchés réglementés. En effet, le marché hors cote entre dans la catégorie des marchés de gré à gré au sens de la directive, sur lesquels seuls les opérateurs sont réglementés, et non les opérations. Il n'en reste pas moins que certaines opérations sont actuellement réglementées sur ce marché au bénéfice des porteurs de titres, et qu'il était donc nécessaire de prévoir un dispositif propre, ce qu'avait fait excellemment votre commission des lois en première lecture au Sénat.

L'Assemblée nationale n'est pas revenue sur cet aspect du problème, sinon qu'elle a prévu l'extinction progressive du marché hors cote (voir le commentaire de l'article 17 ter).

En revanche, elle a modifié certains détails de la rédaction adoptée par le Sénat, dans le sens d'un rapprochement de la rédaction proposée initialement par votre commission des finances, qui ne peut donc que l'approuver.

Ces modifications portent sur quatre éléments.

En premier lieu, l'Assemblée nationale a décidé de donner compétence explicite au Conseil des marchés financiers pour réglementer les opérations d'offres publiques non directement prévues par la loi. Votre commission considérait que cette compétence découlait du pouvoir général du CMF sur les marchés, mais cette précision lève toute ambiguïté éventuelle.

En second lieu, l'Assemblée nationale a décidé de supprimer la mention des offres publiques d'achat partielles, qui n'existent plus depuis 1992¹.

En troisième lieu, l'Assemblée nationale a décidé de prévoir que les procédures d'offre et de demande de retrait peuvent s'appliquer à des titres qui ne sont plus négociés sur un marché réglementé. La rédaction du Sénat le prévoyait également, mais dans l'article 17 ter, consacré au marché hors cote. Cette rédaction est identique au droit existant et à celle que votre commission proposait en première lecture.

Enfin, on peut mentionner que la commission des finances de l'Assemblée nationale souhaitait que le Conseil des marchés financiers puisse réglementer les offres publiques portant sur des actions de sociétés faisant publiquement appel à l'épargne, même si ces actions ne sont pas négociées sur un marché réglementé. En pratique, cela aurait visé les actions négociées de gré à gré, mais émises par des sociétés faisant appel public à l'épargne.

On peut rappeler qu'il existe trois critères alternatifs de l'appel public à l'épargne :

- l'inscription des titres à la cote d'un marché réglementé ;
- le recours par l'émetteur à un établissement de crédit ou une entreprise d'investissement pour le placement de ses titres ;
- la présence de trois cents porteurs d'actions au moins. Ce dernier critère a été créé par la Commission des opérations de bourse. Il permet de présumer l'appel public à l'épargne, mais n'en est pas une preuve indiscutable.

Par conséquent, la négociation sur un marché réglementé est loin de couvrir le champ des sociétés faisant appel public à l'épargne. C'est pourquoi cette innovation pouvait présenter un certain intérêt. Mais il faut savoir qu'elle aurait créé en droit français une catégorie hybride de marché entre le marché de gré à gré et le marché réglementé, en autorisant la réglementation de certaines opérations sur les marchés de gré à gré.

Décision de la commission : votre commission vous propose d'adopter conforme cet article.

¹ Avant 1992, les OPA pouvaient tendre à l'obtention des deux tiers du capital ou des droits de cote d'une société. Cette pratique était très préjudiciable aux actionnaires minoritaires des sociétés à faible capitalisation dont les titres résiduels perdaient toute liquidité

Article 17 ter

**Réglementation des opérations financières publiques
applicables au marché hors cote**

Commentaire : le présent article a pour objet de prévoir la réglementation des offres publiques sur le marché hors-cote.

En première lecture et à l'initiative de la commission des lois, le Sénat avait isolé dans un article spécifique la réglementation des offres publiques applicables au marché hors cote. Cela permettait de mettre en évidence ce qui devenait une "bizarrie" de notre droit au regard de la directive : la réglementation et le contrôle de certaines opérations sur un marché de gré à gré.

L'Assemblée nationale a revu cette rédaction, sans en modifier substantiellement la portée, mais en prévoyant l'extinction progressive du marché hors cote, en tout cas en tant que forme hybride entre un marché réglementé et un marché de gré à gré.

D'une part, elle a fait figurer dans l'article 17 bis les procédures d'offres publiques de retrait et de retrait obligatoire applicables sur le hors-cote lorsque les titres étaient auparavant admis à la négociation sur un marché réglementé.

D'autre part, elle a prévu que la procédure de garantie de cours pourrait continuer à être utilisée pendant deux ans après la publication du présent texte pour les titres ayant figuré au moins une fois au hors cote entre le 1^{er} janvier 1995 et le 31 mars 1996. Il s'agit de la principale différence par rapport à la rédaction adoptée par le Sénat, qui ne prévoyait pas de limitation à la durée de l'existence de cette procédure. Cette limitation permet à terme l'extinction du marché hors cote, ce qui paraît légitime compte tenu d'une part du fait que ce marché n'entre pas dans les normes de la directive, et d'autre part que le présent projet prévoit des procédures protectrices pour les porteurs de titres négociés de gré à gré.

Décision de la commission : votre commission vous propose d'adopter conforme cet article.

Section 4

Voies de recours

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, saisie pour avis.

CHAPITRE II

LES MARCHÉS RÉGLEMENTÉS

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".

L'Assemblée nationale a souhaité donner compétence au CMF pour fixer les conditions dans lesquelles les règles des marchés financiers sont publiées.

Votre commission des finances vous demande d'accepter cette précision utile.

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

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. LES MODIFICATIONS APPORTÉES PAR L'ASSEMBLÉE NATIONALE

L'Assemblée nationale a souhaité modifier le dispositif adopté par le Sénat sur trois points afin :

1. que la COB et la Banque de France soient informées de toutes les modifications des règles des marchés réglementés et pas seulement de celles qui seraient susceptibles de remettre en cause leur reconnaissance en qualité de marché réglementé ;
2. de réduire les cas où l'accord de l'émetteur d'instruments financiers à terme soit requis aux seules options sur actions ;
3. de donner explicitement à l'entreprise de marché le pouvoir de suspendre les négociations sur un instrument financier sous certaines conditions.

II. POSITION DE LA COMMISSION

Votre commission des finances considère que le dispositif adopté par l'Assemblée nationale alourdit considérablement les procédures de modification des règles des entreprises de marché.

De surcroît cette modification apparaît quelque peu contradictoire, avec celle apportée à l'article 15 *bis*. En effet, si on ne peut faire confiance aux professionnels pour apprécier dans quelle mesure telle ou telle modification apportée par une entreprise de marché est susceptible de remettre

en cause le caractère réglementé du marché dont elle a la charge, pourquoi alors assouplir leur régime d'incompatibilité ?

Néanmoins, votre commission des finances ne vous demandera pas de revenir sur cette modification. De même elle vous demandera d'accepter les modifications concernant le point 3. qui apportent une précision utile au texte adopté par le Sénat.

S'agissant en revanche des conditions d'émission d'un instrument financier complexe, votre commission des finances vous proposera de rétablir le texte adopté par le Sénat en première lecture.

En effet, la rédaction adoptée par l'Assemblée nationale paraît trop réductrice en matière de protection des marchés à terme. Ne plus prendre en compte l'accord exprès de l'émetteur du titre sous-jacent pourrait poser des problèmes de concurrence puisque des produits de gré à gré adossés à des produits réglementés à terme (par exemple warrants sur contrat notionnel, ou warrants sur PIBOR...) pourront être lancés sans même que l'émetteur du sous-jacent en soit informé.

On observera en outre que les craintes qui ont motivé l'adoption de cet amendement ne semblent pas fondées. En effet, le rapporteur de la commission des finances de l'Assemblée nationale a considéré "*plus expédient*" de supprimer l'obligation d'accord afin, semble-t-il, de prendre en compte les contrats à terme dont l'émetteur est difficilement identifiable, "*comme les contrats de marchandises, ou plus hypothétiquement, d'éventuels contrats sur indices immobiliers*". Or ces contrats étaient exclus du texte adopté par le Sénat qui ne visait que "*l'émetteur de l'instrument financier sous-jacent*".

Décision de la commission : votre commission vous demande d'adopter cet article sous réserve d'une modification concernant les modalités d'admission à la négociation des instruments financiers.

Article 23

Obligation d'intermédiation

Commentaire : cet article établit l'obligation d'intermédiation, pour certains instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé, au profit des prestataires de services d'investissement.

L'Assemblée nationale a souhaité exclure du champ de l'obligation d'intermédiation les titres de créances négociables ou les titres émis par l'Etat. Elle a par ailleurs corrigé une erreur matérielle.

Votre commission des finances, sensible aux arguments avancés par le rapporteur de la commission des finances de l'Assemblée nationale vous demande d'adopter le présent article conforme.

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

Article 23 bis

La qualité de membre d'un marché réglementé

Commentaire : cet article détermine les conditions à remplir pour être membre d'un marché réglementé, celles relatives à l'accès à un marché. Il détermine également la nature des relations entre les entreprises de marché et leurs membres. Il abolit, conformément à la directive, la possibilité de mettre en place des *numerus clausus* et pose le principe de la responsabilité des membres négociateurs d'un marché réglementé.

Deux points restent en discussion concernant cet article : la notion d'admission comme membre d'un marché réglementé et l'abolition de tout *numerus clausus*.

I. L'ADMISSION COMME MEMBRE D'UN MARCHÉ RÉGLEMENTÉ

L'Assemblée nationale a souhaité supprimer la différence entre les notions "*d'accès à un marché réglementé*" et "*d'admission à la qualité de membre d'un marché réglementé*".

Les commentaires contenus dans le rapport de la commission des finances de l'Assemblée nationale amènent toutefois votre rapporteur à effectuer les précisions suivantes :

a) Il est tout d'abord important de distinguer la **capacité juridique à devenir membre d'un marché réglementé**, dont les conditions sont fixés par la loi, de l'**accès ou admission à un tel marché**, qui dépendent essentiellement des relations contractuelles entre l'entreprise de marché et le postulant.

Le principe est que **tout prestataire de services d'investissement "dûment agréé"**, c'est à dire disposant d'un **agrément pour exercer la négociation d'instruments financiers peut, sans autres conditions, devenir membre d'un marché réglementé**, c'est à dire demander à une entreprise de marché de le laisser accéder au marché réglementé dont elle a la charge.

Par dérogation au principe posé à l'article 10 sexies qui interdit à toute personne qui n'aurait pas reçu un tel agrément de fournir des services d'investissement à des tiers (et notamment la négociation pour compte de tiers), l'article 23 bis "autorise" également, sous certaines conditions, des personnes, physiques ou morales à devenir membre d'un marché réglementé. Il s'agit :

1° des **groupements de personnes morales** dont les membres sont indéfiniment et solidairement responsables des dettes et engagements, (en d'autres termes les groupements d'intérêt économique et certaines sociétés de personnes) à la condition toutefois que tous les membres ou associés aient reçu un agrément pour exercer la négociation. C'est une **habilitation législative.**

2° de **certaines personnes physiques ou morales**, à la condition, d'une part, qu'elles remplissent certaines conditions fixées par le règlement général du CME (article 17 9°) notamment d'honorabilité, de compétence, de solvabilité et, le cas échéant (en particulier pour les marchés à terme), de capitaux propres et de garanties et, d'autre part, qu'elles aient reçu l'habilitation expresse du CMF. Ce cas vise les négociateurs individuels de marché qui souhaiteraient exercer d'autres services que la négociation pour compte propre. C'est une **habilitation réglementaire, délivrée par une autorité professionnelle.**

3° de **certaines personnes physiques ou morales déjà habilitées** par le Conseil des bourses de valeur ou le Conseil des marchés à terme.

Seules les personnes disposant, à un titre ou à un autre, de la capacité juridique nécessaire pour devenir membre d'un marché réglementé peuvent prétendre accéder effectivement à un marché de ce type.

Afin de lever toute ambiguïté, il doit donc être clair qu'en aucun cas, l'entreprise n'est compétente "*pour agréer ou non un prestataire de services d'investissement*"¹, ce qui évidemment serait contraire à la directive européenne.

En sens contraire, l'entreprise de marché "*prononce*" moins l'admission qu'elle ne la décide. Il s'agit en effet d'une relation purement contractuelle, entre l'entreprise de marché et l'impétrant.

¹ Rapport AN précité, p. 189

b) En second lieu, il convient de distinguer "*l'accès à un marché*" de "*l'admission à la qualité de membre*". Ces notions utilisées par l'article 15 de la directive et reprises dans le texte adopté par le Sénat permettent de faire la différence entre les marchés "*nécessitant une présence physique*" pour lesquels il conviendrait, en toute rigueur, de réserver la notion de membre et ceux ne nécessitant pas une telle présence, pour lesquels on pourrait se contenter de parler d'accès.

L'Assemblée nationale a souhaité supprimer cette distinction et ne reconnaître en droit français que la notion "*d'admission comme membre d'un marché*".

Ces diverses précisions étant données, votre commission des finances ne voit pas d'obstacle à fusionner les deux notions en droit français.

II. L'ABOLITION DE TOUT NUMERUS CLAUSUS

Le Sénat, en première lecture, avait souhaité reprendre une disposition de la directive (article 15 point 1 deuxième alinéa) qui impose à tout État membre d'abolir "*les règles ou lois nationales ou les statuts des marchés réglementés limitant le nombre de personnes admises*".

Toutefois, il avait fait une interprétation téléologique de cette disposition en limitant l'interdiction de tout *numerus clausus* aux seuls prestataires de services d'investissement, c'est à dire aux seuls intermédiaires disposant du passeport européen.

L'Assemblée nationale a souhaité pour sa part faire une interprétation littérale de cette disposition en interdisant aux entreprises toute limitation du nombre des personnes admises sur leurs marchés, y compris donc à l'égard des membres n'ayant pas la qualité de prestataire de services d'investissement.

Cette extension risque de soulever de nombreux problèmes d'application et votre commission vous demande de rétablir sur ce point la rédaction adoptée par le Sénat en première lecture.

Décision de la commission : votre commission vous demande d'adopter le présent article, sous réserve d'une modification limitant l'interdiction des *numerus clausus* aux seuls intermédiaires agréés en tant que prestataire de services d'investissement.

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.

L'Assemblée nationale a souhaité préciser que la sanction au non respect de l'obligation de concentration était la nullité.

Le Sénat, en première lecture, avait adopté la rédaction proposée par le Gouvernement consistant à déclarer les transactions intervenues en contravention avec l'obligation de concentration "*non régulières*".

La modification adoptée par l'Assemblée nationale, sans changer le sens de ce texte, en améliore la clarté. Votre commission des finances vous demande de l'accepter.

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

Section 2

Dispositions applicables aux marchés à terme

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.

L'Assemblée nationale a apporté une amélioration rédactionnelle au paragraphe II de cet article que votre commission des finances vous demande d'accepter.

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



CHAPITRE III

DISPOSITIFS DE COMPENSATION

Section 1

Dispositions communes à toutes les chambres de compensation

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. LES MODIFICATIONS APPORTÉES PAR L'ASSEMBLÉE NATIONALE

Le **paragraphe I** du présent article prévoyait que les chambres de compensation et de garantie des transactions effectuées sur un marché réglementé doivent avoir la qualité d'établissement de crédit. Elles peuvent être gérées par une entreprise de marché (article 21 A) qui est une société commerciale.

L'Assemblée nationale a souhaité que les chambres de compensation soient gérées par des établissements de crédit.

Le **paragraphe II** énonce la liste des personnes autorisées par la loi à adhérer aux chambres de compensation.

L'Assemblée nationale a souhaité permettre à des personnes morales, établissements de crédit, ou non, d'adhérer à des chambres de compensation. Ce cas de figure vise les "*compensateurs purs*" qui sont des personnes morales

qui ont pour seule activité que la compensation (ce sont des teneurs de livres) et qui ne participent pas aux négociations.

L'Assemblée nationale a également supprimé le dernier alinéa qui prévoyait la possibilité pour les membres d'une chambre de compensation de désigner des "*négoceurs purs*".

En fait, cette disposition reprise de l'actuelle loi de 1885 a pour effet de n'autoriser les négociateurs non membres de la chambre de compensation à intervenir sur le marché, que pour autant qu'ils sont parrainés par un membre compensateur, c'est à dire un adhérent à la Chambre de compensation.

II. POSITION DE LA COMMISSION

S'agissant de la **qualité des chambres de compensation**, votre commission des finances considère que le texte adopté par l'Assemblée nationale est en contradiction avec l'article 21 A adopté par le Sénat et non modifié par l'Assemblée.

En effet, si les entreprises de marché sont des entreprises commerciales, et qu'elles peuvent gérer des chambres de compensation, le fait d'imposer aux chambres de compensation d'être gérées par des établissements de crédit rendrait inopérante la forme commerciale.

L'argument tiré du fait qu'une même personne morale ne peut gérer plusieurs établissements de crédit ¹ ne paraît guère convaincant. Pour ne prendre qu'un seul exemple, les compagnies financières (article 72 de la loi bancaire) ne sont pas des établissements de crédit et ont pourtant pour filiales des établissements de crédit.

Par ailleurs, le risque de solvabilité pèse sur la chambre de compensation et non sur l'entreprise commerciale.

Pour ces raisons, il semble préférable de revenir à la rédaction adoptée par le Sénat en première lecture.

S'agissant des modifications apportées au paragraphe II, votre commission considère utiles les précisions apportées par l'Assemblée nationale. En effet, la rédaction adoptée par le Sénat pouvait sembler trop restrictive puisqu'aujourd'hui tout établissement de crédit peut être membre

¹ Rapport AN précité p. 203.

d'une chambre de compensation sans fournir des services d'investissement. Il est important de ne pas priver ces établissements de cette possibilité.

Toutefois, pour des raisons de sécurité et d'égalité de concurrence, il convient que ces établissements de crédit soient soumis aux mêmes règles, notamment de contrôle, que celles applicables aux prestataires de services d'investissement.

En ce qui concerne le second alinéa de l'article 28 II, on peut considérer que l'article 17 points 4, 9 et 11 est suffisamment explicite sur les conditions dans lesquelles les négociateurs pourront intervenir sur un marché réglementé. Votre commission vous demande donc d'accepter cette suppression.

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

Section 2

Dispositions communes aux chambres de compensation d'un marché réglementé

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.

L'Assemblée nationale a apporté une précision d'ordre rédactionnel en prévoyant que les dépôts de garantie sont "*transférés en pleine propriété*" et non pas "*acquis*", aux chambres de compensation et aux adhérents.

Votre commission des finances considère tout à fait pertinente cette modification qu'elle vous demande d'accepter.

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

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

Article 33 ter

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.

Le paragraphe I de cet article autorise les entreprises d'investissement à émettre sur le marché monétaire. Il n'a pas été modifié par l'Assemblée nationale.

Le paragraphe II de cet article modifiait l'article 30 afin de donner compétence au Comité de la réglementation bancaire et financière pour fixer les prescriptions d'ordre général applicables aux entreprises d'investissement. Il s'agit en effet d'un préalable nécessaire pour pouvoir donner accès au marché interbancaire aux entreprises d'investissement, dans la mesure où ce

marché n'est pas défini dans la loi, mais dans un règlement du Comité de la réglementation bancaire.

L'Assemblée nationale, à l'initiative de sa commission des finances a supprimé ce paragraphe pour des raisons de forme liées au fait que l'article 30 de la loi bancaire est déjà modifié, sur ce point, par l'article 9 A, paragraphe II point a) du présent projet de loi.

Toutefois, le rapporteur de l'Assemblée nationale semble avoir marqué, sur le fond, des réserves quant à la possibilité offerte aux entreprises d'investissement d'accéder au marché interbancaire ¹.

Or cette disposition est tout à fait déterminante dans le choix que les entreprises, et notamment les actuelles maisons de titres, auront à effectuer entre le statut d'entreprise d'investissement et celui de banque.

En effet, sans l'accès au marché interbancaire, certains droits ouverts par la présente loi au profit des entreprises d'investissement comme le placement ou la prise ferme, ne pourront pas être exercés.

Votre commission a donc considéré préférable, afin de lever toute ambiguïté quant à l'intention du législateur, de reprendre la préoccupation exprimée par notre collègue Mme Heinis, lors de la discussion du texte en première lecture, et de prévoir expressément que les entreprises d'investissement pourront avoir accès au marché interbancaire, dans des conditions fixées par le Comité de la réglementation bancaire et financière.

Décision de la commission : votre commission vous demande de modifier le présent article afin de prévoir expressément que les entreprises d'investissement pourront avoir accès au marché interbancaire.

¹ Rapport AN précité p. 219.

Section 2

Obligations comptables et déclaratives

Article 34 A

Obligations comptables et déclaratives des entreprises d'investissement

Commentaire : le présent article a pour objet de soumettre les entreprises d'investissement aux mêmes obligations comptables et déclaratives que les établissements de crédit.

L'Assemblée nationale a apporté une modification d'ordre rédactionnel en prévoyant que l'obligation, pour les entreprises d'investissement, d'établir leurs comptes sous la forme consolidée, soit posée non sous une forme littéraire, mais par simple renvoi à l'article 54 de la loi bancaire.

Votre commission des finances vous propose d'accepter cette modification qui n'améliore pas la lisibilité du texte, mais ne change rien, sur le fond, au dispositif adopté par le Sénat en première lecture.

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

Section 3

Règles de bonne conduite

Article 34 bis

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.

L'Assemblée nationale a apporté deux modifications au présent article.

La première, d'ordre rédactionnel, a pour objet de préciser que l'obligation de ducroire s'applique également sur les marchés de gré à gré.

La seconde, a pour objet de prévoir que les conditions de dérogation à l'obligation de ducroire sont fixées par le Conseil des marchés financiers, **dans le cadre de son règlement général**, ce qui est conforme aux dispositions de l'article 17 de la loi et permet de s'assurer que la Banque de France et la COB seront en mesure d'examiner les conditions dans lesquelles cette dérogation est accordée.

Votre commission des finances qui a jugé opportunes ces modifications vous demande de les accepter.

Décision de la commission : votre commission vous propose d'adopter le présent article conforme.

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 leur règlement intérieur les conditions dans lesquelles leurs 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.

L'Assemblée nationale a modifié cet article afin de prévoir que les modalités selon lesquelles les salariés des prestataires de services d'investissement pourront effectuer, pour leur propre compte, des négociations sur instruments financiers, devront être approuvées par le Conseil des marchés financiers.

Votre commission des finances considère comme opportune cette modification qu'elle vous demande d'accepter.

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

Article 36

Fonds de garantie (information)

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.

L'Assemblée nationale a apporté une modification d'ordre rédactionnel à cet article, que votre commission des finances vous demande d'accepter.

Décision de la commission : votre commission vous demande d'adopter cet article ainsi modifié.

Article 36 bis (nouveau)

Fonds de garantie (constitution)

Commentaire : cet article prévoit l'obligation, à compter du 1^{er} janvier 1988, pour tous les prestataires de services d'investissement d'adhérer à un fonds d'indemnisation et de garantie.

L'Assemblée nationale, à l'initiative de sa commission des finances, a estimé opportun d'anticiper sur la directive européenne en cours d'élaboration relative aux systèmes d'indemnisation des investisseurs.

Le dispositif adopté prévoit que tous les prestataires de services d'investissement agréés en France et, le cas échéant, les membres des marchés réglementés, soient tenus d'adhérer à un régime d'indemnisation ou à un système de protection équivalente destiné à indemniser les investisseurs en cas d'indisponibilité de leurs instruments financiers.

Après une longue discussion en séance publique, le rapporteur de la commission des finances a accepté, à la demande du gouvernement, de rectifier son amendement afin de prévoir que ce dispositif n'entrerait en vigueur qu'à compter du 1^{er} janvier 1998 et de renvoyer à un décret le soin de fixer le montant minimum des dépôts en espèces et des "valeurs mobilières" couvert par ce système.

Sur le fond, votre commission des finances ne peut qu'approuver les préoccupations de l'Assemblée nationale dans la mesure où elles visent à assurer aux investisseurs un système de garantie efficace.

Toutefois, votre commission constate que **le dispositif adopté par l'Assemblée nationale est, dans l'immédiat, dépourvu de portée juridique et a pour principal objectif de donner un "signal" aux intermédiaires** ¹.

On peut en effet raisonnablement espérer que la directive européenne, au sujet de laquelle une "*position commune*" a déjà été arrêtée par le Conseil ², aura été adoptée et transposée bien avant cette date. Dans ce cas,

¹ Rapport AN précité p. 234.

² Position commune n° 26/95 arrêtée par le Conseil le 23 octobre 1995 en vue de l'adoption d'une directive relative aux systèmes d'indemnisation des investisseurs.

le dispositif adopté par l'Assemblée devrait donc nécessairement être abrogé à l'occasion de cette transposition, puisque même en supposant que celle-ci intervienne par voie réglementaire, le dispositif adopté risquerait de retarder l'entrée en vigueur du mécanisme de garantie. Il conviendrait donc, en tout état de cause, de modifier le présent dispositif afin de **prévoir une entrée en vigueur, au plus tard, le 1^{er} janvier 1998.**

Ce n'est en effet que dans l'hypothèse où la directive n'aurait pas été adoptée, ou transposée, avant le 1^{er} janvier 1998 que le présent article trouverait à s'appliquer.

Par ailleurs, votre commission observe que l'extension, sans distinction, à tous les prestataires de services d'investissement risque d'avoir des conséquences très graves sur les intermédiaires financiers qui, compte tenu de la nature du métier qu'ils exercent, n'ont pas à apporter de garanties de restitution des titres de leurs clients. C'est le cas en particulier des agents des marchés interbancaires qui sont, on le rappelle, des intermédiaires non ducroires, ou encore des sociétés de gestion de portefeuille qui ne conservent pas les titres gérés pour le compte de leurs clients. Pour les clients de ces entreprises, le risque encouru est difficile à définir. Il peut s'assimiler à un défaut de conseil ou à une faute de diligence. Mais en aucun cas, il ne peut porter sur la restitution des titres qui ne sont pas déposés chez l'intermédiaire en question.

Il conviendrait donc, en se plaçant dans l'hypothèse où la directive européenne ne serait ni adoptée ni transposée le 1^{er} janvier 1998, de réserver l'obligation d'adhésion aux intermédiaires qui font effectivement courir un risque à leurs clients, c'est à dire les dépositaires.

Par ailleurs, votre commission des finances vous propose d'étendre ce système de garantie à l'ensemble des instruments financiers et non pas seulement aux valeurs mobilières, notion que l'Assemblée nationale s'est refusée à définir.

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

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.

L'Assemblée nationale a adopté une modification de coordination avec l'article 29 du présent projet afin de prévoir que l'interdiction faite aux entreprises d'investissement d'utiliser, pour leur propre compte, des fonds déposés auprès d'elles par leurs clients ne s'appliquent pas aux membres adhérents d'une chambre de compensation qui, par construction, sont propriétaires des fonds déposés par leurs clients.

L'Assemblée nationale a également souhaité préciser que les prestataires de services d'investissement doivent assurer le respect de leurs ordres, sans restreindre l'objet de cet enregistrement à la nécessité de "*permettre le contrôle du respect des règles de transparence auxquels (ces intermédiaires) sont soumis ainsi que des normes de solvabilité qui leur sont applicables*".

Votre commission des finances vous demande d'accepter ces modifications.

Décision de la commission : votre commission vous demande d'adopter cet article ainsi modifié.



CHAPITRE II

LE CONTRÔLE DES PRESTATAIRES DE SERVICES D'INVESTISSEMENT

Section I

Compétences de contrôle du Conseil des marchés financiers

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.

L'Assemblée nationale a souhaité modifier cet article afin de prévoir que si à l'occasion d'un contrôle, le CMF constate un fait contraire à un règlement général de la COB, il le lui signale.

Votre commission avait considéré, en première lecture, qu'une telle obligation, au demeurant non sanctionnée, était couverte par les dispositions de l'article 41.

Toutefois, elle n'a pas de raison de s'opposer à une disposition qui va assurément dans le sens d'une meilleure coordination des rôles respectifs de la COB et du CMF qu'elle appelle par ailleurs de ses vœux. En conséquence elle vous demande d'accepter la modification.

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.

L'Assemblée nationale a souhaité modifier cet article afin de supprimer la précision selon laquelle la coopération entre les autorités de contrôle national s'impose notamment lorsque les informations dont elles disposent sont susceptibles de fonder les procédures diligentées par le Conseil des marchés financiers.

Selon le rapporteur de l'Assemblée nationale, cette précision semble inutilement restrictive et rien ne justifiait que d'autres procédures ne soient pas visées, comme celle visée par la Commission bancaire sur le fondement de l'article 44.

Votre commission vous demande d'accepter cette modification.

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

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'Assemblée nationale a souhaité supprimer cet article au sujet duquel votre commission des finances avait émis certaines réserves en première lecture.

Elle a toutefois décidé d'en reprendre la plupart des dispositions à l'article 43, estimant qu'elles y trouveraient une place plus appropriée.

Votre commission des finances vous demande d'accepter cette modification.

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

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.

L'Assemblée nationale a tout d'abord souhaité reprendre dans deux nouveaux paragraphes, l'essentiel des dispositions de l'article 42 qu'elle a par ailleurs supprimé.

Elle a également restreint de façon explicite le champ des compétences de contrôle du CMF aux seules obligations professionnelles.

Elle a souhaité enfin abaisser de 2 millions de francs à 200.000 francs, le plafond des sanctions pécuniaires que le CMF est susceptible d'infliger aux personnes physiques, en l'absence de réalisation de profit.

Votre commission vous demande d'apporter une modification d'ordre rédactionnel, visant à ne pas restreindre le contrôle du CMF aux seules obligations professionnelles prises en application de la présente loi, mais à toutes les obligations susceptibles de résulter de l'ensemble des lois et règlements en vigueur.

Par ailleurs, elle souhaite relever le plafond proposé par l'Assemblée nationale de 200.000 F à un million de francs.

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

Section 2

Compétences de la Commission des opérations de bourse

Article 43 ter (nouveau)

Sanctions applicables à l'égard des gestionnaires pour compte de tiers placés sous le contrôle de la Commission des opérations de bourse

Commentaire : le présent article a pour objet de mettre en place un dispositif de sanctions permettant à la COB de sanctionner les manquements éventuels des gestionnaires pour compte de tiers, à leurs obligations professionnelles.

A l'initiative de sa commission des finances, le Sénat a institué, en première lecture, un bloc de compétences au profit de la COB, pour l'agrément, la réglementation et le contrôle des gestionnaires pour compte de tiers et qui constitue, sans aucun doute, l'un des points les plus importants de l'actuel projet de loi.

Votre commission des finances se félicite du fait que l'Assemblée nationale ait accepté cette novation majeure dans l'évolution des activités financières qui jette, en quelque sorte, les fondations de la future réforme voulue par le ministre de l'économie et des finances.

L'Assemblée nationale a considéré toutefois, qu'il était préférable de doter la COB de pouvoirs de sanction spécifiques pour exercer ses nouvelles fonctions, en sus des pouvoirs dont elle dispose déjà au titre de l'ordonnance de 1967. Elle a donc introduit un article homothétique de l'article 43 qui détermine les pouvoirs de sanction du CMF à l'égard des intermédiaires financiers.

Votre commission des finances considère cette modification comme étant opportune et en conséquence, vous demande de l'accepter, sous réserve d'y apporter les mêmes modifications qu'elle vous propose d'adopter à l'article 43.

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

Section 3

Compétences de contrôle de la Commission financière

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.

L'Assemblée nationale a adopté une modification rédactionnelle du **paragraphe IV** qui précise les pouvoirs de sanction de la Commission bancaire et tendant à rerédiger entièrement l'article 45 de la loi bancaire.

Votre commission considère opportune cette modification qui apporte effectivement une plus grande précision à la loi bancaire.

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

TITRE IV

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

CHAPITRE II

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

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.

L'Assemblée nationale a modifié cet article afin de préciser que le refus de transmission du dossier d'un prestataire d'investissement, désireux d'établir une succursale dans un autre Etat membre de l'Union européenne, par le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement ou le Conseil des marchés financiers, ne puisse intervenir que si ces autorités "établissent que les structures administratives ou la situation financière du prestataire de services d'investissement ne permettent pas l'établissement d'une succursale".

Votre commission considère cette rédaction comme plus précise que celle adoptée par le Sénat en première lecture et, en conséquence, vous demande de l'adopter.

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

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.

A la demande du Gouvernement, l'Assemblée nationale a modifié le **paragraphe IV** qui prévoit que la Commission bancaire, le CMF, les entreprises de marché et les chambres de compensation pourront communiquer à leurs homologues étrangers les informations nécessaires à l'accomplissement de leurs missions respectives.

La modification apportée tend à préciser la nature des informations que les entreprises de marché et les chambres de compensation peuvent transmettre à leurs homologues étrangers, toutes autres informations relevant de la coopération entre autorités.

Votre commission n'a pas de raison de s'opposer à cette modification qui encadre la coopération entre entreprises de marché.

Toutefois, elle a jugé préférable de transférer ces dispositions, actuellement incluses dans un titre relatif à la libre prestation de services sur le territoire des Etats membres de la Communauté européenne, dans un titre spécifique, à créer, relatif à la communication d'informations.

En effet, il apparaît à la réflexion que l'insertion de ces dispositions, au sein d'un chapitre ne visant que la Communauté européenne, pourrait se révéler gênante dans la mesure où les autorités et organismes visés seront amenées à utiliser la procédure d'échange d'informations avec des autorités ou organismes homologues de pays n'appartenant pas à la Communauté européenne.

A titre d'exemple, pour suivre les recommandations internationales en matière prudentielle qui ont suivi l'affaire *Barings*, la SBF et MATIF SA ont signé en mars dernier un accord d'échange d'informations international, avec 47 autres marchés étrangers, dont une bonne partie en dehors de l'Union européenne.

En conséquence votre commission, afin de lever toute ambiguïté susceptible de naître d'une "interprétation contextuelle" de ce paragraphe, vous propose d'en déplacer le contenu dans un article spécifique.

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

TITRE IV *BIS*

SANCTIONS PÉNALES

Pour les dispositions de ce titre, inséré en première lecture au Sénat, votre commission des finances s'en remet à l'appréciation de votre commission des lois, saisie pour avis.

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 propose de mettre en oeuvre une réforme substantielle du statut de la Commission des opérations de bourse afin d'accroître son indépendance, de renforcer son assise institutionnelle et de mieux assurer la transparence et la collégialité de ses décisions.

I. LES MODIFICATIONS APPORTÉES PAR L'ASSEMBLÉE NATIONALE

L'Assemblée nationale a tout d'abord souhaité revenir sur la **redéfinition des missions de la COB** effectuée par le Sénat à l'article premier de l'ordonnance du 28 septembre 1967, afin d'éviter les risques de chevauchement de compétence. A l'initiative de sa commission des finances, l'Assemblée a en effet considéré que le fait d'énoncer que la COB n'était chargée d'exercer une surveillance générale du bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers porterait atteinte à son "*positionnement*" par rapport aux autorités étrangères homologues et aurait : "*des conséquences judiciaires difficiles à évaluer*".

S'agissant de la **composition de la COB**, l'Assemblée nationale a souhaité que les membres du collège nommés directement par les Présidents

des assemblées et le Président du Conseil économique et social puissent être choisis non seulement en fonction de leur compétence financière mais aussi juridique.

L'Assemblée nationale a adopté une modification rédactionnelle consistant à préciser que le représentant de l'économie et des finances est entendu par la commission, "*sauf en matière de décisions individuelles*".

L'Assemblée nationale **n'a pas souhaité l'homologation du règlement intérieur**. En outre, elle a exclu du champ d'intervention de ce règlement, les règles relatives à l'organisation des services et les conditions de fonctionnement de la COB.

Au paragraphe III bis, elle a adopté une disposition de coordination avec l'article 17 *ter* relatif au marché hors cote.

Elle a également souhaité que le **document destiné à l'information du public en cas d'admission d'une société sur un marché réglementé soit disponible également auprès de l'entreprise de marché**.

Enfin, elle a précisé le fait que le **délit d'initié ne vise que les émetteurs de titres de sociétés cotées**, quel que soit le lieu où ces titres sont négociés, mais ne s'étend pas aux titres de sociétés non cotées.

II. LA POSITION DE LA COMMISSION

Votre commission des finances vous demande d'accepter l'ensemble des modifications adoptées par l'Assemblée nationale, à l'exception toutefois de celle portant sur l'article premier de l'ordonnance de 1967, pour laquelle elle vous demande de rétablir le texte adopté par le Sénat en première lecture. S'agissant de l'article 10-1 relatif au délit d'initié, elle s'en remet à l'avis de votre commission des lois.

La redéfinition de la mission de la COB appelle en effet plusieurs précisions.

Il convient tout d'abord de rappeler que la mission originelle de la COB, qui s'est élargie progressivement avec l'évolution des marchés financiers, était bien axée sur le contrôle de l'information financière.

En effet, bien qu'il soit difficile de se référer à "*l'intention du législateur*" s'agissant d'une autorité instituée par voie d'ordonnance, l'exposé des motifs (reproduit ci-après dans son intégralité) ne laisse guère de doute sur les motivations qui ont présidé à la mise en place de la COB puisque on peut y lire que :

**Exposé des motifs de l'ordonnance du 28 septembre 1967
recueil des lois de l'Assemblée nationale 1966-1967
Tome II Annexe, p. 180**

"Pour inciter l'épargne à long terme, notamment celle de nouvelles catégories d'épargnants, à s'investir davantage en valeurs mobilières, il convient d'assurer la clarté et la sincérité des informations diffusées par les sociétés auprès du public, en particulier sur leur situation, leurs résultats et l'évolution de leurs affaires, ainsi que d'organiser la publicité de certaines opérations de bourse.

"Il s'agit aussi de permettre au marché financier et à la Bourse de Paris de jouer le rôle international élargi qui peut et doit être le leur dans le cadre de relations financières appelées à se développer entre la France et les pays étrangers.

"Pour assurer le développement et surtout la garantie de l'information donnée aux porteurs de valeurs mobilières, il est institué une commission des opérations de bourse à l'image de ce qui existe dans certains pays étrangers. Pour remplir sa mission, la commission qui sera composée pour moitié de personnalités n'appartenant pas à des professions financières et dont le président exercera son activité à temps plein, aura le pouvoir de faire les vérifications nécessaires et d'obtenir communication des documents qu'elle jugera utile. Elle rassemblera chaque année ses observations dans un rapport au Président de la République.

"Afin d'améliorer l'information du public sur les sociétés qui font appel à son épargne, plusieurs dispositions nouvelles sont prévues :

"Les sociétés devront, avant toute émission ou introduction en bourse, établir un document qui sera soumis au visa de la commission des opérations de bourse et mis à la disposition du public :

"Les personnes qui ont un accès privilégié à des informations sur la vie d'une société et des sociétés avec lesquelles elle a des relations de filiation devront déclarer à la commission les opérations de bourse qu'elles auront effectuées sur les actions desdites sociétés et la commission pourra rendre publique ces transactions.

"La commission sera, par ailleurs, chargée par décret des tâches incombant jusqu'ici au comité des bourses de valeurs."

"Pour assurer le développement et surtout la garantie de l'information donnée aux porteurs de valeurs mobilières, il est institué une commission des opérations de bourse à l'image de ce qui existe dans certains pays étrangers."

On notera également que, dans cet exposé des motifs, il n'est nulle part fait référence à la mission d'assurer le bon fonctionnement des marchés qui pourtant figure dès 1967, dans l'article premier de l'ordonnance. Celui-ci dispose en effet que :

"Il est institué une commission des opérations de bourse qui est chargée de contrôler l'information des porteurs de valeurs et du public sur les sociétés qui font publiquement appel à l'épargne et sur les valeurs émises par ces sociétés, ainsi que de veiller au bon fonctionnement des bourses de valeurs."

On peut en déduire :

- d'une part que la Commission a été créée en même temps que le principe de l'information équitable et véritable des porteurs de valeurs mobilières : le principe et l'autorité chargée de le faire respecter ont donc été confondus ;
- d'autre part, que dès l'origine, la Commission n'a compétence pour veiller au bon fonctionnement des marchés de valeurs mobilières que dans l'optique d'assurer une information équitable des investisseurs. En effet, on peut supposer que si les rédacteurs du projet avaient souhaité véritablement assurer à la nouvelle autorité, une fonction autonome de surveillance des marchés, distincte de sa mission plus générale de contrôle de l'information, ils auraient pris le soin de le préciser dans l'exposé des motifs. La référence aux "*bourses de valeur*" doit se comprendre par la nécessité d'assurer une limite matérielle à sa mission.

Le développement des marchés financiers et de l'épargne investie en valeurs mobilières a conduit progressivement à élargir les attributions de la COB à des produits financiers tels les parts de sociétés civiles de placement immobilier ou les "*biens divers*" tels que les parts ou actions de conteneurs, de wagons, de navire... (1985) ou à des métiers spécifiques comme ceux des sociétés de gestion d'OPCVM (1988).

C'est la loi du 11 juillet 1985, confirmée en ce sens par la loi du 22 janvier 1988, qui a élargi la mission confiée à la COB à l'ensemble de la protection de l'épargne, dès lors que celle-ci est investie en valeurs mobilières. La nouvelle rédaction de l'article premier (toujours en vigueur) prévoit en effet 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".

Compte tenu de cette extension, le législateur de l'époque a ressenti le besoin de limiter, matériellement, la compétence de la COB, puisqu'il a prévu, dans ce même article premier de l'ordonnance de 1967 que :

"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 premier et le 4° 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."

Par ailleurs, la loi du 2 août 1989 relative à la *"transparence et à la sécurité des marchés financiers"* a profondément modifié l'organisation, les attributions et la structure de la COB.

Au terme de cette évolution, la COB dispose donc de deux sortes d'attributions :

- **une compétence horizontale** élargie à l'ensemble de la **protection de l'épargne publique**, ou plus précisément celle à laquelle il est fait publiquement appel ;
- **des compétences verticales** par types de produits ou par types de métiers (gestion pour compte de tiers).

Elle dispose pour accomplir ces missions d'importants pouvoirs de réglementation, de contrôle et de répression. Elle a également le monopole de la coopération internationale en matière financière.

Pour autant, elle ne détient pas de monopole dans son domaine d'activité : les marchés financiers. En effet, le **Conseil des bourses de valeurs** et le **Conseil du marché à terme**, organismes professionnels, préparent la réglementation générale des marchés organisés placés sous leur contrôle et agréent les personnes morales et physiques habilitées à y opérer. Ils disposent d'une pouvoir disciplinaire à l'égard des membres de ces marchés. Par ailleurs, les activités financières relèvent également, lorsqu'elles sont exercées par des établissements de crédit, du contrôle prudentiel et déontologique de la **Commission bancaire**. Enfin, la loi du 2 août 1989 a créé un **Conseil de discipline des OPCVM** chargé de sanctionner, sur le plan disciplinaire, les infractions à la réglementation et à la législation relative à ces produits.

Dans ce contexte, le présent projet de loi contient une double innovation : l'émergence d'une autorité professionnelle forte - le CMF - dotée de pouvoirs importants en matière de réglementation et de contrôle et le renforcement de l'indépendance de l'autorité publique chargée de veiller à la protection de l'épargne investie dans des placements donnant lieu à appel public.

Cette double évolution pose le problème de l'articulation des compétences entre l'autorité publique et l'autorité professionnelle qui bien qu'étant de nature différente et ne disposant pas des mêmes pouvoirs et, en dépit de la prééminence accordée à la COB (elle donne son avis lors de l'homologation des règlements du CMF), se trouvent ainsi placés sur un même plan.

En effet, le texte adopté par l'Assemblée nationale peut laisser perplexe, puisque

- d'un côté la COB, serait chargée de *"veiller au bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers"* (article 52 adopté par l'Assemblée nationale) ;

- de l'autre le CMF serait en charge, d'une part, de déterminer, dans son règlement général, *"les principes généraux que doivent respecter les marchés réglementés, ainsi que les règles relatives à l'exécution, au compte rendu et à la publicité des transactions sur instruments financiers admis sur ces marchés"* (article 17) et, d'autre part, de *"veiller au respect par les prestataires de services d'investissement exerçant leur activité en France, les entreprises de marché et les chambres de compensation des règles de bonne conduite qui leur sont applicables en vertu des lois et règlements en vigueur"* et de *"veiller également à la régularité des opérations effectuées sur un marché réglementé"* (article 40).

La juxtaposition de ces dispositions conduit inmanquablement à un recouvrement des compétences entre la COB et le CMF.

On rappelle que pour éviter cette situation, la commission des finances avait proposé, dans une proposition de loi du printemps 1995, de hiérarchiser les deux autorités. Le Gouvernement n'a pas souhaité retenir cette solution. La commission des finances du Sénat a accepté ce choix.

Afin de viabiliser l'horizontalité du contrôle, la commission des finances avait proposé initialement d'assurer la présence, sans voix délibérative, d'un représentant de la COB au sein du CMF, qui aurait permis une meilleure communication entre les deux autorités. Le Gouvernement ne l'a pas souhaité et a demandé au rapporteur de la commission des finances de rectifier son amendement en conséquence, ce qui a été accepté.

La commission des finances du Sénat a proposé également de clarifier cette articulation en précisant que la mission confiée à la COB ne s'exerce qu'au titre, c'est à dire dans la perspective, de sa mission plus générale de protection de l'épargne publique. Cette modification a été adoptée par le Sénat en première lecture.

Nous aurions ainsi dans cette hypothèse une autorité publique chargée de la protection des investisseurs et une autorité professionnelle chargée du contrôle des intermédiaires.

Il est important de souligner que cette clarification n'enlèverait rien aux pouvoirs actuels de la COB, mais aboutirait à ce que celle-ci concentre son activité sur la protection des investisseurs et, plus particulièrement, sur la qualité des informations données par les émetteurs.

En revanche, l'absence de clarification risquerait de déboucher à brève échéance sur une "guerre des polices".

En effet, que peuvent signifier les mots : "*veiller au bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers*" isolés de leur contexte de protection de l'épargne ?

S'agit-il d'assurer le contrôle de la régularité des opérations ? Ce ne peut être le cas, puisque, en vertu de la directive, ce contrôle n'existe pas sur les marchés de gré à gré et qu'il est confié au CMF sur les marchés réglementés.

S'agit-il d'assurer le contrôle des intermédiaires ? Là non plus, ce ne saurait être le cas, puisque ce contrôle est confié pour les règles prudentielles à la Commission bancaire et pour les règles de bonne conduite au CMF.

Il ne peut donc s'agir que de veiller, d'une façon générale, à la protection de l'épargne investie sur ces marchés et, plus particulièrement, à l'information des investisseurs.

La clarification proposée, qui ne retire à la COB aucune de ses attributions présentes, organise une meilleure articulation du rôle respectif de chaque autorité pour l'avenir.

On ajoutera que faire le procès à la commission des finances du Sénat de vouloir "*écarter*" les compétences de la COB est particulièrement injuste alors que celle-ci a :

- adopté une proposition de loi tendant à faire de cette institution l'autorité factière des marchés financiers ;

- institué à son profit, dans le texte actuellement en cours de discussion, un bloc de compétences considérable sur l'ensemble des métiers de la gestion ;
- souhaité la participation pleine et entière de son président aux travaux du Comité de la réglementation bancaire et financière ;
- et concernant précisément l'article premier, étendu sa mission à tous les marchés (et pas seulement ceux de valeurs mobilières) et levé les restrictions concernant les marchés placés sous la surveillance de la Banque de France.

Décision de la commission : votre commission vous demande de modifier cet article afin de rétablir le texte adopté par le Sénat en première lecture pour l'article premier de l'ordonnance de 1967.

CHAPITRE II

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.

L'Assemblée nationale a modifié cet article afin de prévoir que les fonds communs de créance puissent être créés non seulement à l'initiative d'une société de gestion de portefeuille (SGP), telle que définie à l'article 9 *quinquies* de la présente loi, mais aussi d'une société de gestion "traditionnelle" prévue à l'article 12 de la loi du 23 décembre 1988 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et portant création des fonds communs de créances.

Votre commission des finances avait salué l'innovation importante, consistant à imposer la filialisation des sociétés de gestion de FCP et à réaliser la fusion des statuts des SGP et des sociétés de gestion d'OPCVM¹. Elle avait cependant tiré les conséquences de l'intégration du statut des SGP en loi financière et procédé à un changement de référence.

Selon le rapporteur de la commission des finances de l'Assemblée, cette modification aurait pu avoir pour conséquence d'exclure les sociétés de gestion de FCP du bénéfice des dispositions de la directive n° 85/611/CEE du 20 décembre 1985, relative aux OPCVM, dans la mesure où celle-ci impose aux sociétés de gestion de limiter leurs activités à la seule gestion de fonds communs de placement et de sociétés d'investissement à capital variable ou à capital fixe.

¹ Rapport Sénat n° 254 p. 257

Votre commission des finances considère que la rédaction adoptée par le Sénat aurait quand même permis à ces sociétés de gestion de continuer à bénéficier du passeport européen. En effet, si la constitution d'une SGP permet l'exercice d'autres activités que la gestion pour compte de tiers, elle ne l'impose pas. Il eût suffi par conséquent que les sociétés souhaitant bénéficier de la directive européenne limitent statutairement leurs activités à la gestion de FCP.

Néanmoins, afin de lever toute ambiguïté elle vous demande d'adopter, en son principe, la modification adoptée par l'Assemblée nationale.

Cependant, afin d'entourer les clients de telles sociétés des mêmes garanties que celles dont bénéficient les clients d'entreprises d'investissement, votre commission des finances vous demande de modifier l'article 12 de la loi du 23 décembre 1988 afin de soumettre les sociétés de gestion aux mêmes règles, notamment en ce qui concerne l'agrément et le contrôle, que celles applicables aux entreprises d'investissement.

Décision de la commission : votre commission vous demande de modifier cet article afin de soumettre les sociétés de gestion d'OPCVM aux mêmes règles, notamment en ce qui concerne l'agrément et le contrôle, que celles applicables aux entreprises d'investissement.

Article 54 bis

Possibilité de réémission de parts de fonds communs de créances

Commentaire : introduit par l'Assemblée nationale, à l'initiative du Gouvernement, le présent article autorise désormais les fonds communs de créances (FCC) à réémettre des parts.

Les fonds communs de créances ont été créés par la loi du 23 décembre 1988 relative aux OPCVM et portant création des fonds communs de créances. Afin de réussir le lancement de cette technique nouvelle sur les marchés financiers français, les fonds communs de créances étaient initialement entourés de dispositifs de sécurité conçus comme provisoires si l'expérience était concluante. C'est le cas de l'obligation d'émettre les parts en une seule fois, levée par le présent article.

I. LE DROIT EN VIGUEUR

Les fonds communs de créances relèvent de la technique de la titrisation. Leur objet est de transformer des créances immobilisées (au sens comptable du terme) et hétérogènes en instruments financiers fongibles et plus liquides que sont les parts de fonds communs de créances¹. Le principe en est relativement simple : il consiste en la cession de créances, par un établissement de crédit, une entreprise d'assurance ou la Caisse des dépôts et consignations à un fonds commun de créances qui en finance l'acquisition par des émissions de parts dans le public ou auprès d'un nombre de porteurs restreints. Le fonds communs de créances est une copropriété gérée par une société de gestion à statut particulier. Cette technique permet aux créanciers de se refinancer et ainsi d'améliorer leur solvabilité. Initialement, il s'agissait surtout de refinancer des créances immobilières de durée relativement longue.

¹ Voir les articles 1er et 1er ter du présent projet

Un FCC peut contenir d'autres types de créances¹, mais le refinancement hypothécaire reste prépondérant.

Bien que la loi et ses décrets d'application prévoient que les créances ainsi regroupées soient d'une qualité suffisante (elles ne doivent être ni douteuses ni litigieuses, ni avoir fait l'objet de dérogations à leur échéancier de remboursement), leur nature même fait des fonds communs de créances des produits plus risqués que les OPCVM ou les titres de créances liquides tels que les obligations et les titres de créances négociables (TCN).

D'où un certain nombre de garde-fous définis lors du vote initial de la loi : contrôle de la commission des opérations de bourse sur les fonds et leurs sociétés de gestion, impossibilité de "recharger" les fonds en actifs nouveaux, impossibilité d'opérations à terme, obligation de recouvrement par le créancier initial, obligation d'émettre les parts en une seule fois.

Le développement des fonds communs de créances depuis 1988 a démontré que certaines précautions pouvaient être levées. Ainsi, la loi n° 93-6 du 4 janvier 1993 a permis la titrisation de créances de court terme, la possibilité pour le fonds d'acquérir de nouvelles créances (le rechargement), l'utilisation des instruments de couverture sur les marchés à terme. La loi n° 93-1444 du 31 décembre 1993 a donné la possibilité aux établissements cédant les créances de transférer la charge du recouvrement à un autre établissement.

En 1994, la COB a visé 29 notes d'information de fonds commun de créances pour un montant émis de 18.8 milliards de francs, ce qui montre l'importance de la place prise par ces instruments.

II. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

Dans le même esprit que les réformes précédentes, et de manière corrélative à la possibilité de recharger les fonds à l'actif, le présent article accorde aux fonds communs de créances la possibilité de réémettre des parts au passif. En revanche, l'interdiction d'emprunter est maintenue. Cette réforme a été négociée avec les professionnels et les autorités de contrôle.

¹ La COB a, par exemple, visé en 1994 la note d'information d'un FCC constitué d'encours de cartes de crédit

Cette possibilité de réémission de parts donnera davantage de consistance à la possibilité de rechargement¹. Bien entendu, ce renouvellement du fonds devra maintenir son unité en terme d'homogénéité des créances en nature et en qualité de signatures.

Votre commission ne peut qu'approuver cette réforme qui devrait améliorer la liquidité des parts de fonds communs de créances. Le marché secondaire est actuellement leur point faible.

A l'occasion des réformes de la gestion collective, il conviendra de s'interroger sur le maintien du statut des sociétés de gestion de fonds communs de créances. Peut-être serait-il plus adéquat d'aller vers un statut unique des sociétés de gestion d'instruments financiers pour compte de tiers.

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

¹ *Jusqu'à maintenant, les fonds communs de créances ne pouvaient acquérir des créances nouvelles qu'en utilisant les revenus générés par l'actif constitué initialement.*

CHAPITRE III

DISPOSITIONS DE COORDINATION

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.

L'Assemblée nationale a modifié cet article afin d'autoriser l'ensemble des prestataires de services d'investissement et non seulement les membres des marchés réglementés, à recourir au démarchage en vue d'opérations sur les instruments financiers à terme.

Dans la mesure où le statut de prestataires de services d'investissement permet de s'assurer des garanties nécessaires de sérieux et de compétence, notamment en termes d'agrément et de contrôle, votre commission vous demande d'accepter cette modification.

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

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.

L'Assemblée nationale, à la demande du Gouvernement, a rétabli le paragraphe I. dans une rédaction sans rapport avec la version initiale du projet, afin de procéder à un *"toiletage"* législatif d'une disposition de la loi bancaire. Plus précisément, le nouveau paragraphe I du projet remplace, dans l'article 12 de cette loi, les termes de *"bons ou billets à court terme négociables sur un marché réglementé"*, par les termes de *"titres de créance négociables"*. Cette modification, tout à fait opportune, est sans effets sur le droit positif avant l'entrée en vigueur du présent projet de loi. En revanche, son absence aurait pu introduire des confusions après l'entrée en vigueur du présent projet. En conséquence, votre commission vous demande de l'adopter.

L'Assemblée nationale a également adopté un amendement rédactionnel visant à corriger une erreur de référence.

Décision de la commission : votre commission vous demande d'adopter conforme 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.

L'Assemblée nationale a adopté plusieurs modifications au **paragraphe I** qui 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.

L'Assemblée nationale a également inséré deux paragraphes additionnels après le paragraphe I, destinés à étendre les conséquences fiscales de la dématérialisation des titres prévue par la loi de finances pour 1982 aux titres cotés sur l'ensemble des marchés réglementés et, notamment, le Nouveau marché.

Le paragraphe II a été adopté sans modification par l'Assemblée nationale.

Décision de la commission : sous réserve de la position de votre commission des lois, votre commission vous demande d'adopter conforme le présent 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 organise également certains régimes spécifiques de transition. Il précise enfin que les marchés de valeur mobilières (marché boursier) ainsi que les marchés à terme (MATIF, MONEP, marché à terme de marchandises) sont déclarés réglementés par la loi.

I. LES MODIFICATIONS APPORTÉES PAR L'ASSEMBLÉE NATIONALE

L'Assemblée nationale a, tout d'abord, modifié le **paragraphe I** de cet article qui prévoit que les personnes morales autorisées à fournir, à la date d'entrée en vigueur de la présente loi, un des services d'investissement visé à l'article 2, seront dispensées d'avoir à solliciter un nouvel agrément.

La procédure adoptée par le Sénat était la suivante : les personnes morales en question doivent effectuer une déclaration d'activité au Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, avant le 31 décembre 1996. Le Comité publie cette liste dans les conditions prévues à l'article 48 *bis*. Cela signifie, en particulier qu'il précise dans cette liste les noms et activités des prestataires de services d'investissement. Cette liste est communiquée sans délai au Conseil des marchés financiers et à la Commission des opérations de bourse. Elle est également publiée au *Journal officiel*. Les personnes figurant sur cette liste sont réputées avoir obtenu l'agrément visé à l'article 9.

Le rapporteur de l'Assemblée nationale a considéré que cette procédure était insuffisamment précise, notamment en ce qu'elle ne prévoyait pas les conséquences d'une non déclaration pas plus que les pouvoirs d'appréciation du Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement.

L'Assemblée nationale a donc modifié le présent paragraphe afin de prévoir que, pour une personne morale, le simple fait de déclarer qu'elle exerce tel ou tel service d'investissement lui permet d'être dispensé de la procédure d'agrément mise en place par la présente loi.

Le **paragraphe II** de cet article prévoyait d'accorder aux agents des marchés interbancaires la qualité de courtiers en instruments financiers, ce qui leur permettait de recevoir, *ipso jure*, de bénéficier de l'agrément pour exercer les services visés aux a) b) et f) de la présente loi.

L'Assemblée nationale tirant les conséquences de la suppression, au niveau législatif, de l'appellation de courtiers en instruments financiers a supprimé le paragraphe II relatif aux agents des marchés interbancaires, appelés à devenir des courtiers en instruments financiers.

L'Assemblée nationale, tirant les conséquences de la suppression de l'article 10 *quater* relatif au détachement du statut des maisons de titre de la loi bancaire a également supprimé le **paragraphe IV** qui organisait le régime transitoire applicable à ces établissements.

Elle a apporté une précision rédactionnelle au paragraphe V qui prévoit que la présente loi ne fait pas obstacle au maintien des conventions collectives en vigueur à la date de publication de la présente loi.

L'Assemblée nationale a introduit un **paragraphe VI** qui prévoit de reconnaître comme marchés réglementés, au sens de l'article 21 de la présente loi, les marchés de valeurs mobilières et les marchés à terme fondés respectivement sur les lois du 22 janvier 1988 et du 28 mars 1988, fonctionnant régulièrement à la date de publication de la présente loi.

Enfin, l'Assemblée nationale a introduit un **paragraphe VII** prévoyant de réserver l'appellation de "*sociétés de bourse*" et "*d'agent des marchés interbancaires*" aux seules personnes agréées en cette qualité à la date de publication de la présente loi.

II. LA POSITION DE LA COMMISSION

S'agissant du paragraphe I, votre commission considère la rédaction adoptée par l'Assemblée nationale comme insuffisamment précise et de nature à permettre certains abus de droit. Il suffirait en effet à des personnes morales de déclarer qu'elles exercent tel ou tel service pour être dispensé de tout agrément. Elle admet cependant les critiques formulées par le rapporteur de l'Assemblée nationale et vous demande d'adopter une nouvelle rédaction tenant compte de ses observations.

S'agissant du **paragraphe II**, votre commission a admis la suppression de l'appellation de courtiers en instruments financiers proposée par l'article 10 *quinquies*. Néanmoins, pour les raisons évoquées dans le commentaire de cet article, ces intermédiaires nécessitent de recevoir des garanties quant à la poursuite de leurs activités et à l'obtention du passeport européen. Il serait en effet possible de donner une interprétation restrictive de leur métier, limitée au seul a) de l'article 2 qui les priverait, en raison de l'article 2.2. g. de la directive, transposé dans l'article 11 *bis* du présent projet, du passeport européen. Pour ces raisons votre commission vous demande d'adopter une disposition permettant de lever toute ambiguïté à ce sujet.

S'agissant du **paragraphe IV qui a fait l'objet de controverses dans la presse**, votre commission des finances, en réponse au souhait exprimé par le ministre de l'économie et des finances devant l'Assemblée nationale, vous propose une solution transactionnelle. En l'occurrence, il s'agirait d'ouvrir aux maisons de titres, jusqu'au 30 juin 1997, une **option explicite** entre le statut de banque et celui d'entreprise d'investissement. Ce n'est qu'en l'absence de choix que les actuelles maisons de titre se verraient rangées dans la catégorie des entreprises d'investissement. Dans les deux cas elles seraient assurées de bénéficier de l'agrément pour l'ensemble des métiers du titre, à condition bien sûr de satisfaire à toutes les exigences nécessaires, notamment en matière de fonds propres. Surtout, **ce n'est qu'à l'issue du délai d'option que l'actuel statut des maisons de titre serait supprimé.**

Enfin, votre commission des finances vous demande d'accepter l'insertion tout à fait opportune des **paragraphes VI et VII.**

Décision de la commission : votre commission vous demande de modifier le présent article afin de préciser la procédure applicable aux personnes morales exerçant déjà des services d'investissement, de prévoir un dispositif spécifique pour les agents des marchés interbancaires et, enfin, d'adopter une solution transitoire moins "brutale" concernant la disparition progressive de l'actuel statut des maisons de titres.

Article 65

Conséquences du retrait d'agrément des établissements de crédit

Commentaire : le présent article, adopté à l'initiative de la commission des lois du Sénat, reprend en l'adaptant aux établissements de crédit, le dispositif prévu dans le cas du retrait d'agrément des prestataires de services d'investissement par le dernier alinéa de l'article 10 *bis*.

L'Assemblée nationale a modifié cet article afin de prévoir des dispositions homothétiques à celles prévues à l'article 10 *bis*.

Par cohérence, votre commission des finances vous demande d'accepter ces modifications.

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

Article 66

Rapport sur l'application de la présente loi

Commentaire : le présent article, adopté à l'initiative de votre commission des finances, prévoit que le Gouvernement remette au Parlement un rapport sur les conditions d'application de la présente loi, au plus tard le 31 décembre 1998.

Le rapport prévu par le présent article devra, notamment, préciser les difficultés soulevées par l'intervention en France de personnes physiques agréées en tant que prestataires de services d'investissement dans leur Etat d'origine.

L'Assemblée nationale a souhaité modifier cet article afin d'inclure dans ce rapport les conséquences de la présente loi quant à l'évolution des maisons de titre, ainsi qu'à l'application des mesures concernant le marché hors cote.

Compte tenu de la réduction suffisamment souple adoptée par l'Assemblée et qui ne préjuge pas du sort définitif du statut des maisons de titre, votre commission des finances vous demande d'accepter ces modifications.

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

Article 67 (nouveau)

Constitution de gage sur instruments financiers

Commentaire : introduit, par l'Assemblée nationale, à l'initiative du gouvernement, le présent article modernise le régime de la constitution de gage sur instruments financiers.

Le présent dispositif se place dans la lignée des réformes récentes permettant d'optimiser la gestion des liquidités et des portefeuilles de titres (la trésorerie-titres) : le prêt de titres (1987) et la pension livrée (1993). Il s'agit en l'occurrence de faciliter l'emprunt de liquidités gagé par des instruments financiers, en tenant mieux compte que le droit actuel de la dématérialisation des titres intervenue en 1984.

I. LE DROIT EN VIGUEUR

La constitution d'un gage sur valeurs financières est actuellement régie par l'article 7 de l'ordonnance n° 45-679 du 13 avril 1945 et par l'article 29 de la loi n° 83-1 du 3 janvier 1983 sur le développement des investissements et la protection de l'épargne.

L'article 29 de la loi de 1983 a tenté de remédier à l'impossibilité pour le créancier gagiste de prendre possession des titres du fait de leur inscription en compte courant au nom du débiteur (titres dématérialisés).

Il définit les critères de l'opposabilité du gage aux tiers en prévoyant une **déclaration de gage** identifiant les titres gagés et le dépôt de ces titres sur un **compte spécial** distinct du compte de titres ordinaire du débiteur. Il prévoit en outre que les titres ainsi gagés peuvent faire l'objet d'opérations (échanges, regroupements...), et que d'autres titres peuvent alors venir s'y substituer, ou les compléter.

Ce texte, aujourd'hui obsolète, s'avère difficilement applicable.

Il ne concerne en effet que les "valeurs mobilières" au sens de la loi de 1983 et ne s'applique ni aux autres instruments financiers (titres de créances négociables ou parts de fonds communs de créances par exemple), ni

aux valeurs étrangères, ni aux espèces. **Il ne prévoit rien pour la réalisation des gages.**

Les établissements de crédit conservateurs de titres font état de difficultés matérielles pour ouvrir le compte spécial nécessité par la loi.

Lorsque les titres sont gagés, il devient difficile de les gérer (les vendre par exemple) sans compromettre la consistance du gage : il faut leur substituer d'autres titres ou constituer un gage espèces. Le créancier gagiste y perd en sécurité et le débiteur est entravé dans sa gestion.

En cas de défaillance du débiteur, les droits du créancier se révèlent difficilement applicables dans la pratique : il ne peut entrer en possession des titres nantis qui peuvent être vendus au profit des créanciers privilégiés, qui sont alors prioritaires sur le créancier gagiste.

II. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

Le présent article modifie en profondeur l'article 29 de la loi de 1983, en étend le régime aux titres de créances négociables par une modification de l'article 19 de la loi n° 91-716 du 26 juillet 1991, et abroge l'article 7 de l'ordonnance n° 45-679 du 13 avril 1945.

Le champ d'application du nouveau régime s'étend désormais à l'ensemble des instruments financiers tels que définis par l'article premier du présent projet, ainsi qu'aux instruments étrangers équivalents.

Le nouveau dispositif est composé de trois éléments :

- **Le principal élément consiste à faire porter le gage non sur des titres en particulier, mais sur l'ensemble d'un compte de titres, qui est alors gagé dans son ensemble pour la valeur de l'emprunt d'espèces.**

- En second lieu, et sous réserve d'un accord préalable des parties, le compte de titres ainsi gagé peut être géré librement par son titulaire sans affecter la consistance du gage. En pratique, il sera nécessaire de prévoir que la valeur du compte de titres soit maintenue au niveau de la créance que le gage garantit. Pour donner toute efficacité à cette garantie, **le créancier bénéficie d'un droit de rétention.**

- Enfin, le présent article prévoit **la possibilité pour le créancier gagiste de réaliser le gage à son initiative**, ce qui supprime le risque de le

voir perdre tout contenu en cas de défaillance du débiteur à l'égard de plusieurs créanciers.

Cette réalisation peut prendre deux formes en fonction des modalités du marché des titres faisant l'objet du gage :

- pour les valeurs négociables et les espèces, la réalisation peut avoir lieu sur le marché, par cession ou transfert des titres sur le compte du créancier,

- pour les instruments financiers non négociables, la réalisation a lieu par vente publique selon les modalités prévues par l'article 93 du code de commerce.

Décision de la commission : votre commission vous propose d'adopter conforme le présent article

Article 68 (nouveau)

Défaut de règlement ou de livraison de titres

Commentaire : le présent article complète l'article 47 bis de la loi de 1983 sur l'épargne qui régit les cas de défaut de règlement ou de livraison des titres au moment du dénouement d'une opération financière.

I. LE DROIT EN VIGUEUR

La plupart des opérations portant sur des instruments financiers se traduisent par un dénouement comportant, à une date de valeur déterminée, un échange de titres contre des espèces.

L'article 47 bis de la loi n° 83-1 du 3 janvier 1983 prévoit un dispositif simple en cas de non respect de ses obligations par l'une des parties : l'autre partie est purement et simplement déliée de ses propres obligations ; ce qui interrompt l'opération et laisse les parties en l'état initial. Si la partie qui devait livrer les titres ne le fait pas, l'autre n'est pas tenue de les payer et inversement.

II. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

Le présent article permet à l'opération de se poursuivre à l'égard de la partie non défaillante, **du moins en ce qui concerne le défaut de livraison des titres**, par substitution de l'intermédiaire financier à la partie défaillante.

En ce cas, dans le droit actuellement en vigueur, l'intermédiaire teneur de compte titres n'est pas sécurisé : s'il livre les titres en se substituant à son client défaillant, il n'a aucun droit sur les espèces (ou le cas échéant d'autres titres) reçus en contrepartie. Cette situation rend difficile le dénouement des opérations, ce qui est dommageable à la partie non défaillante.

Le présent article permet donc à l'intermédiaire de se substituer pleinement à son client défaillant, en remplissant à sa place ses obligations et en bénéficiant de la totalité de ses droits. Il ne risque pas ainsi de voir d'autres

créanciers faire valoir leurs droits sur les titres concernés par l'opération, puisque le dispositif prévoit qu'il en acquiert immédiatement la pleine propriété et qu'aucune créance ne peut s'exercer.

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

Article 69 (nouveau)

Compensation de prêts de titres

Commentaire : introduit à l'initiative du gouvernement, le présent article complète le régime juridique du prêt de titres en autorisant la compensation des opérations et en prévoyant la possibilité de remises complémentaires en cours d'opération.

Le prêt de titres fait partie, avec le réméré et la pension, des opérations de transferts temporaires d'instruments financiers qui ont pour objet de répondre à des besoins de liquidités ou d'optimisation de la gestion d'un portefeuille de titres. Sur le plan du marché en général, ces opérations facilitent les échanges en permettant à des valeurs de circuler alors même que leurs propriétaires initiaux n'ont pas l'intention de les aliéner définitivement.

Tout en conservant sa spécificité au prêt de titres, le présent dispositif lui adjoint des attributs propres à la pension.

I. LE DROIT EN VIGUEUR

La loi n° 87-416 du 17 juin 1987 a créé le prêt de titres, spécifiquement applicable aux marchés financier et monétaire, contrairement au réméré. Initialement conçu sans contrepartie financière, le régime du prêt de titres a été complété par la loi n° 91-716 du 26 juillet 1991 en vue de le faire assortir éventuellement d'un gage-espèces. Sa caractéristique principale, notamment par rapport à la pension, demeure la possibilité de s'opérer sans livraison correspondante d'espèces (prêt de titres "sec").

Cette loi garantit la neutralité fiscale du prêt de titres, tant du point de vue des résultats de la cession (absence de plus-values), que de l'impossibilité de constituer de nouvelles provisions, que de l'interdiction d'évasion fiscale (ce qui n'est pas explicitement le cas du réméré) ou que de l'exonération des taxes frappant traditionnellement les achats ou ventes de titres.

Le prêt de titres étant une opération dont le mouvement de titres constitue l'essentiel, et qui ne peut s'assimiler à un prêt d'argent gagé (c'est le

contraire : les espèces servent à gager le prêt), est soumis à des conditions rigoureuses :

- l'emprunteur de titres doit être habilité à effectuer des opérations de contrepartie (établissement de crédit, entreprise d'investissement), c'est-à-dire non seulement habilité à être l'intermédiaire d'une transaction entre deux clients, mais également habilité à s'interposer dans la transaction en vendant ou achetant pour son propre compte, quitte ensuite à effectuer l'opération inverse avec un tiers :

- la durée ne peut pas excéder un an :

- les organismes servant d'intermédiaire de ces opérations doivent être agréés par le ministre des finances .

Ces conditions s'expliquent par l'absence, en principe, de collatéral-espèces.

II. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

Le présent article opère trois modifications dans le régime du prêt de titres, ce qui le rapproche beaucoup de celui de la pension.

La première consiste à accroître la sécurité de la garantie pouvant être donnée en contrepartie du prêt de titres : désormais les espèces ou titres remis en garantie le seront **en pleine propriété**, de façon à ce qu'en cas de défaillance de l'emprunteur de titres, le prêteur soit assuré de conserver le collatéral.

La deuxième consiste à **prévoir la possibilité de remises complémentaires** en cours d'opération, ce qui peut être utile pour les prêts relativement longs lorsque la valeur des titres prêtés fluctue de façon importante. On évite ainsi, en cas de défaillance de l'une des parties, que l'autre soit lésée par une différence de valeur trop importante.

La troisième n'est rien d'autre qu'une extension du régime prévu par la loi n° 93-1444 du 31 décembre 1993 pour les opérations à terme et par la loi n° 94-679 du 8 août 1994 pour la pension : **la possibilité de compenser les opérations de prêts de titres**, en prévoyant leur résiliation de plein droit lorsque l'une des parties fait l'objet d'une procédure collective. Ce dispositif est assorti d'une précaution : seules les opérations régies par une convention-cadre de place, comme il en existe par ailleurs pour la pension livrée ou les contrats à terme, peuvent bénéficier de la compensation.

Les compléments ainsi apportés au régime du prêt de titres sont certainement utiles à la liquidité de la place de Paris et à la sécurité de ce type d'opération. On peut cependant s'interroger sur la nécessité de maintenir deux types d'opérations, la pension et le prêt, dont le régime est désormais très proche. Traditionnellement, le prêt sert surtout aux marchés d'actions alors que la pension porte essentiellement sur les valeurs du Trésor. Mais si leur utilisation devait se rapprocher, cette interrogation prendrait toute sa pertinence.

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

* * *

*

Votre commission des finances a émis un avis favorable sur l'ensemble du projet de loi, sous réserve des modifications qu'elle vous demande d'adopter.

EXAMEN EN COMMISSION

Réunie, le **mercredi 24 avril 1996** sous la présidence de M. Christian Poncelet, président, 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, tel qu'il résulte des travaux de l'Assemblée nationale.**

M. Philippe Marini, rapporteur, a rappelé que l'Assemblée nationale n'avait pas remis en cause l'architecture générale du texte adopté par le Sénat. Il a relevé les cinq points majeurs de divergence entre les deux Assemblées et a, tout d'abord, évoqué le problème de la classification des instruments financiers et de la définition du concept de valeurs mobilières ainsi que celui lié au non-détachement du statut des maisons de titres de la catégorie des établissements de crédit. Il a également mentionné le fait que l'Assemblée nationale n'avait pas souhaité inscrire dans la loi l'existence d'une association française des entreprises d'investissement. De même, l'Assemblée nationale n'avait pas jugé opportun de redéfinir les missions de la Commission des opérations de bourse afin de tenir compte de la mise en place d'une autorité professionnelle : le Conseil des marchés financiers. Enfin, l'Assemblée nationale a souhaité anticiper la transposition de la directive européenne "protection des investisseurs" actuellement en cours d'adoption. Elle a ainsi mis en place un fonds de garantie destiné à entrer en vigueur au 1er janvier 1998.

M. Philippe Marini, rapporteur, a ensuite précisé sa position sur ces divers sujets.

S'agissant, tout d'abord, de la définition des valeurs mobilières, il a considéré que cette notion, fréquemment utilisée en droit financier, bien que non définie, gagnerait à être précisée dans la loi financière afin d'apporter une plus grande sécurité juridique, notamment en matière d'accès de nos organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) au passeport européen. Pour ces raisons, il a souhaité que la commission adopte un amendement destiné à rétablir le texte adopté par le Sénat en première lecture.

S'agissant ensuite du problème des maisons de titres, il a rappelé la position du Sénat en première lecture et a souligné le fait que le ministre de l'économie et des finances avait, en première lecture devant l'Assemblée nationale, appelé publiquement de ses vœux un compromis entre les deux

Assemblées. Il a indiqué qu'il proposerait un amendement tendant précisément à réaliser ce compromis.

Concernant l'Association française des entreprises d'investissement (AFEI). **M. Philippe Marini, rapporteur**, a indiqué que le ministre de l'économie et des finances partageait le souci du Sénat de voir émerger une association professionnelle forte qui puisse être un interlocuteur valable des pouvoirs publics et prendre en compte, de façon spécifique, les intérêts des entreprises d'investissement par rapport à ceux des établissements de crédit. Toutefois, il a constaté la divergence d'appréciation qui subsistait quant aux moyens à mettre en oeuvre pour aboutir à l'émergence d'une telle association. Pour sa part, il s'est montré assez sceptique sur le fait que cette association naisse spontanément et s'est déclaré favorable à une impulsion législative forte, mais respectueuse de la liberté d'association.

S'agissant de l'articulation des missions respectives de la Commission des opérations de bourse et du Conseil des marchés financiers. **M. Philippe Marini, rapporteur**, a souhaité revenir à la position adoptée par le Sénat en première lecture. Selon lui, la clarification apportée par le Sénat ne diminuait en rien les pouvoirs actuels de la COB, mais visait, pour l'avenir, à conjurer tout risque de "guerre des polices" entre les deux institutions. Il a encore indiqué qu'il lui avait semblé comprendre que le ministre de l'économie et des finances était plutôt favorable à une telle clarification.

S'agissant, enfin, du fonds de garantie, le rapporteur s'est déclaré en parfait accord avec le but poursuivi par l'Assemblée nationale, mais a souhaité néanmoins apporter quelques précisions au texte adopté.

La commission a ensuite abordé l'examen des articles restant en discussion.

A l'article premier, relatif à la définition des instruments financiers, la commission a adopté un amendement destiné à rétablir la notion de valeurs mobilières ainsi qu'un amendement de conséquence destiné à rétablir l'article premier bis définissant cette même notion.

Elle a adopté conformes l'article 5 A, relatif aux différents prestataires de services en investissement, et l'article 5 bis, relatif à la prise de participations par des entreprises d'investissement dans d'autres personnes morales et dans d'autres entreprises d'investissement.

A l'article 9 A, relatif à la 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, la commission a adopté deux amendements destinés à mieux assurer la représentation des métiers du titre dans la composition des instances de contrôle : comité de la réglementation

bancaire et financière et comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement.

A l'article 9 quinquies, relatif à l'agrément des sociétés de gestion de portefeuille, la commission a adopté un amendement destiné à conférer aux prestataires de services d'investissement un monopole pour la gestion pour compte de tiers, de placements financiers autres que les instruments financiers (parts ou actions de containers, de bétail, de forêts, etc.). En conséquence, elle a adopté un amendement tendant à insérer un article additionnel après l'article 10 sexies.

Elle a adopté conformes l'article 9 sexies, relatif au comité consultatif de la gestion financière, l'article 10 bis, relatif aux conditions de retrait de l'agrément pour les prestataires de services d'investissement agréés par le comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, et l'article 10 ter, relatif aux conditions de retrait de l'agrément pour les sociétés de gestion de portefeuilles agréées par la Commission des opérations de bourse.

A l'article 10 quater, relatif à la dissociation du statut des maisons de titres de la catégorie des établissements de crédit, elle a adopté un amendement dont l'objet est de reporter dans le temps la suppression du statut des maisons de titres dans la loi bancaire et d'ouvrir une option explicite à ces établissements pour choisir entre le statut de banque et celui d'entreprise d'investissement.

Elle a ensuite adopté conforme l'article 10 quinquies, relatif à l'appellation de "courtiers en instruments financiers".

A l'article 10 nonies, relatif à l'organisation de la profession, elle a adopté un amendement destiné à rétablir le texte adopté par le Sénat en première lecture.

A l'article 12, relatif à la composition du Conseil des marchés financiers, elle a adopté un amendement destiné à rapprocher les points de vue des deux Assemblées. Elle a toutefois souhaité, compte tenu de l'allongement de la durée des mandats voulu par l'Assemblée nationale, que ceux-ci ne soient pas renouvelables immédiatement.

Elle a adopté conformes l'article 14, relatif aux formations spécialisées du Conseil des marchés financiers, l'article 15, relatif aux formations disciplinaires de cette même autorité et l'article 15 bis, relatif aux conflits d'intérêt susceptibles de naître dans l'exercice des fonctions de membre de ce Conseil.

A l'article 17, relatif au règlement général du Conseil de marchés financiers, elle a adopté un amendement de précision.

Elle a adopté conformes l'article 17 bis, relatif au pouvoir réglementaire du Conseil des marchés financiers concernant les offres publiques, l'article 17 ter, relatif à la réglementation des opérations financières publiques applicables au marché hors cote, l'article 20, relatif aux voies de recours contre les décisions du Conseil des marchés financiers, et l'article 21, relatif à la reconnaissance et au retrait de la qualité de marchés réglementés.

A l'article 22, relatif aux conditions de fonctionnement des marchés réglementés et aux règles d'admission des instruments financiers, la commission a souhaité rétablir le texte adopté en première lecture par le Sénat.

Elle a adopté conforme l'article 23 relatif à l'obligation d'intermédiation.

A l'article 23 bis, relatif à la définition des membres d'un marché réglementé, elle a adopté un amendement destiné à limiter l'interdiction des "numerus clausus" sur les marchés réglementés aux seuls prestataires de services d'investissement.

Elle a adopté conformes l'article 24, relatif à l'obligation de concentration des transactions sur instruments financiers négociés sur un marché réglementé, et l'article 26, relatif à la reconnaissance légale des opérations à terme.

A l'article 28, relatif aux chambres de compensation, elle a souhaité rétablir le texte adopté par le Sénat en première lecture, afin de conférer à ces établissements la qualité d'établissement de crédit.

Elle a adopté conforme l'article 29, relatif aux dépôts de garantie auprès des chambres de compensation.

A l'article 33 ter, elle a adopté un amendement destiné à mieux assurer l'accès des entreprises d'investissement au marché interbancaire.

Elle a adopté conformes l'article 34 A, relatif aux obligations comptables et déclaratives des entreprises d'investissement, l'article 34 bis, relatif à l'obligation de du croire, l'article 35, relatif au régime des opérations des salariés d'un prestataire de services d'investissement, et l'article 36, relatif à l'information que doivent donner les intermédiaires sur leur adhésion à un fonds de garantie.

A l'article 36 bis (nouveau), relatif à la constitution d'un fonds de garantie, elle a adopté un amendement de précision tendant à ne faire peser l'obligation d'adhésion que sur les seuls prestataires d'investissement qui sont dépositaires de titres.

Elle a adopté conformes l'article 37, relatif à la protection des investisseurs, l'article 40, relatif au contrôle du Conseil des marchés financiers sur les entreprises d'investissement, l'article 41, relatif à la coopération entre les autorités de contrôle nationale, et l'article 42, relatif au pouvoir de sanction du Conseil des marchés financiers.

A l'article 43, relatif aux sanctions applicables aux entreprises d'investissement et aux personnes placées sous leur autorité, et à l'article 43 ter (nouveau), relatif à la compétence de contrôle de la Commission des opérations de bourse à l'égard des gestionnaires, elle a souhaité porter de 200.000 francs à 1 million de francs le plafond maximum des sanctions pécuniaires susceptibles, en l'absence de profits, d'être infligées par le Conseil des marchés financiers à des personnes physiques.

Elle a adopté conforme l'article 44, relatif aux pouvoirs de la Commission bancaire, ainsi que l'article 48, relatif aux autorités compétentes pour contrôler les entreprises européennes souhaitant exercer en France.

A l'article 51, relatif au contrôle des entreprises d'investissement de l'Union européenne souhaitant exercer en France, elle a adopté un amendement destiné à lever toute ambiguïté sur la capacité des autorités de contrôle françaises à conclure des accords avec leurs homologues d'autres pays, même lorsque ceux-ci sont situés dans des Etats ne faisant pas partie de la Communauté européenne. En conséquence, elle a adopté un amendement qui insère une division additionnelle après l'article 51 et un article additionnel après l'article 51.

A l'article 52, relatif à la Commission des opérations de bourse, la commission a souhaité revenir au texte adopté par le Sénat en première lecture pour ce qui concerne la rédaction de l'article premier de l'ordonnance de 1967. Elle a accepté le reste des modifications introduites par l'Assemblée nationale.

A l'article 54, relatif aux personnes habilitées à créer des fonds communs de placement, elle a adopté un amendement destiné à améliorer le dispositif voté par l'Assemblée nationale.

Elle a adopté conformes l'article 54 bis, relatif à la possibilité de réémission de parts de fonds communs de créances, l'article 57, relatif aux dispositions de coordination concernant la loi de 1885 sur les marchés à terme, l'article 59, relatif aux dispositions de coordination concernant la loi de

1984 sur les établissements de crédit, et l'article 60, relatif aux dispositions de coordination concernant la loi de 1966 sur les sociétés commerciales.

A l'article 61, relatif aux dispositions relatives aux personnes morales exerçant déjà des activités de services d'investissement, la commission a adopté un amendement précisant le régime transitoire mis en place par l'Assemblée nationale. Elle a également tenu à rétablir certaines dispositions spécifiques aux agents des marchés interbancaires. Enfin, elle a proposé un texte de compromis concernant la situation des maisons de titre.

Elle a adopté conformes l'article 65, relatif aux conséquences du retrait d'agrément des établissements de crédit, l'article 66, relatif au rapport sur l'application de la présente loi, l'article 67 (nouveau), relatif à la constitution de gage sur instruments financiers, l'article 68 (nouveau), relatif au défaut de règlement ou de livraison de titres et l'article 69 (nouveau), relatif à la compensation de prêts de titres.

La commission a alors **approuvé l'ensemble du projet de loi ainsi amendé.**

TABLEAU COMPARATIF

Texte adopté par le Sénat en première lecture	Texte adopté par l'Assemblée Nationale en première lecture	Propositions de la Commission
TITRE PREMIER	TITRE PREMIER	TITRE PREMIER
LA PRESTATION DE SERVICES D'INVESTISSEMENT	LA PRESTATION DE SERVICES D'INVESTISSEMENT	LA PRESTATION DE SERVICES D'INVESTISSEMENT
CHAPITRE PREMIER	CHAPITRE PREMIER	CHAPITRE PREMIER
LES SERVICES D'INVESTISSEMENT	LES SERVICES D'INVESTISSEMENT	LES SERVICES D'INVESTISSEMENT
Section 1	Section 1	Section 1
Les instruments financiers	Les instruments financiers	Les instruments financiers
Article premier.	Article premier.	Article premier.
Les instruments financiers com-	Alinéa sans modification	Alinéa sans modification
1° les valeurs mobilières ;	1° les actions et autres titres don- nant ou pouvant donner accès, directement ou indirectement, au capital ou aux droits de vote, transmissibles par inscription en compte ou tradition ;	1° les valeurs mobilières ;
	<i>2° les titres de créance qui représen- tent chacun un droit de créance sur la per- sonne morale qui les émet, transmissibles par inscription en compte ou tradition, à l'exclusion des effets de commerce et des bons de caisse ;</i>	<i>Alinéa supprimé</i>
	3° les parts ou actions d'organismes de placements collectifs ;	2° les parts... ...collectifs ;
	4° les instruments financiers à terme ;	3° les instruments terme ;
	Alinéa sans modification	Alinéa sans modification
2° les parts ou actions d'organismes placements collectifs ; 3° les instruments financiers à terme ; et, pour l'application de la présente tous instruments équivalents à ceux mentionnés aux précédents alinéas, émis sur fondement de droits étrangers.	<i>Les instruments financiers ne peu- vent être émis que par l'État ou par une personne morale.</i>	<i>Alinéa supprimé</i>

**Texte adopté par le Sénat
en première lecture**

Art. premier bis (nouveau).

Les valeurs mobilières sont, au sens de la présente loi :

1° les actions et autres titres donnant ou pouvant donner accès, directement ou indirectement, au capital ou aux droits de vote, transmissibles par inscription en compte ou tradition ;

2° les titres de créance qui représentent chacun un droit de créance sur la personne morale qui les émet, pour une durée déterminée, transmissibles par inscription en compte ou tradition.

Section 2

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

CHAPITRE II

**LES PRESTATAIRES DE SERVICES
D'INVESTISSEMENT**

Section 1

**Les différents prestataires de services
d'investissement**

[Division et intitulé nouveaux]

Art. 5 A (nouveau).

Les prestataires en services d'investissement sont les entreprises d'investis-

**Texte adopté par l'Assemblée Nationale
en première lecture**

Art. premier bis.

Supprimé

Section 2

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

CHAPITRE II

**LES PRESTATAIRES DE SERVICES
D'INVESTISSEMENT**

Section 1

**Les différents prestataires de services
d'investissement**

Art. 5 A.

Les prestataires de services...

Propositions de la Commission

Art. premier bis.

Les valeurs mobilières sont, au sens de la présente loi :

1° les actions et autres titres donnant ou pouvant donner accès, directement ou indirectement, au capital ou aux droits de vote, transmissibles par inscription en compte ou tradition ;

2° les titres de créance qui représentent chacun un droit de créance sur la personne morale qui les émet, pour une durée déterminée, transmissibles par inscription en compte ou tradition.

Section 2

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

CHAPITRE II

**LES PRESTATAIRES DE SERVICES
D'INVESTISSEMENT**

Section 1

**Les différents prestataires de services
d'investissement**

Art. 5 A.

Sans modification

**Texte adopté par le Sénat
en première lecture**

**Texte adopté par l'Assemblée Nationale
en première lecture**

Propositions de la Commission

... et les établissements de crédit ayant
un agrément pour fournir des services
d'investissement.

... d'investissement

La prestation de services connexes
à l'investissement, dans le respect des dispositions
réglementaires et réglementaires en vigueur
applicables à chacun de ces services. Elle ne
peut pas, à elle seule, de prétendre à la
direction d'entreprise d'investissement.

Alinéa sans modification

Art. 5 bis (nouveau).

Art. 5 bis.

Art. 5 bis.

I.- Les entreprises d'investissement
exercées, dans des conditions définies par le
Comité des établissements de crédit et des entreprises
d'investissement visé à l'article 30 de la loi n° 84-46
du 24 janvier 1984 relative à l'activité et au
statut des établissements de crédit, pren-
dre et détenir des participations dans des
entreprises existantes ou en création.

I.- Sans modification

Sans modification

II.- Toute modification dans la
structure du capital d'une entreprise d'in-
vestissement doit être effectuée dans des
conditions définies par le règlement du
Comité des établissements de crédit et des entre-
prises d'investissement et au Conseil des mar-
chés financiers. Elle doit être notifiée au Comité
des établissements de crédit et des entre-
prises d'investissement et au Conseil des mar-
chés financiers. Le cas échéant, elle doit
être autorisée par le Conseil national du
commerce et du titre.

II.- Toute ...

... autorisée par le *Comité des éta-
blissements de crédit et des entreprises
d'investissement.*

S'agissant ...

S'agissant des sociétés de gestion
de portefeuille visées à l'article 9 quinquies,
les compétences définies au précédent ali-
néa sont exercées par la Commission des
opérations de bourse.

... définies dans le *présent article*
sont exercées ...
... bourse.

**Texte adopté par le Sénat
en première lecture**

Section 2

Agrément

[Division et intitulé nouveaux]

Art. 9 A (nouveau).

I.- Dans tous les textes législatifs et réglementaires en vigueur et, notamment, à l'article 29 de la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 précitée, les mots : « comité de la réglementation bancaire » sont remplacés par les mots : « Comité de la réglementation bancaire et financière », les mots : « comité des établissements de crédit » sont remplacés par les mots : « Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement » et les mots : « conseil national du crédit » sont remplacés par les mots : « Conseil national du crédit et du titre. »

II.- L'article 30 de la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 précitée est ainsi modifié :

a) au premier alinéa, après les mots : « aux établissements de crédit », sont insérés les mots : « et aux entreprises d'investissement ».

b) le deuxième alinéa est ainsi rédigé :

« Il comprend le ministre chargé de l'économie et des finances ou son représentant, président, le gouverneur de la Banque de France, président de la Commission bancaire, ou son représentant à cette Commission et cinq autres membres ou leurs suppléants nommés par arrêté du ministre chargé de l'économie et des finances pour une durée de trois ans, à savoir : un représentant de l'Association française des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, un représentant de l'Association française des entreprises d'investissement, un représentant des organisations syndicales représentatives du personnel des entreprises ou établissements soumis à l'agrément du Comité, et deux personnalités choisies en raison de leur compétence. »

**Texte adopté par l'Assemblée Nationale
en première lecture**

Section 2

Agrément

Art. 9 A.

I.- Sans modification

Alinéa sans modification

Alinéa sans modification

Alinéa sans modification

« Il comprend le ministre chargé de l'économie et des finances ou son représentant, président, le gouverneur de la Banque de France, président de la Commission bancaire, ou son représentant à cette Commission et quatre autres membres ou leurs suppléants nommés par arrêté du ministre chargé de l'économie et des finances pour une durée de trois ans, à savoir : un représentant de l'Association française des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, un représentant des organisations syndicales représentatives du personnel des entreprises ou établissements soumis à l'agrément du Comité, et deux personnalités choisies en raison de leur compétence. »;

Propositions de la Commission

Section 2

Agrément

Art. 9 A.

I.- Sans modification

Alinéa sans modification

Alinéa sans modification

Alinéa sans modification

« Il comprend...

...personnel des établissements de crédit et des entreprises d'investissement et deux personnalités choisies en raison de leur compétence. »;

**Texte adopté par le Sénat
en première lecture**

**Texte adopté par l'Assemblée Nationale
en première lecture**

Propositions de la Commission

c) (nouveau) Après le deuxième alinéa, il est inséré un alinéa ainsi rédigé :

« Le Comité de la réglementation bancaire et financière entend le Président du Comité des marchés financiers et le Président de la Commission des opérations de bourse lorsqu'il examine des prescriptions d'ordre général touchant l'activité des prestataires de services d'investissement. »

Alinéa sans modification

"Lorsqu'il examine des prescriptions d'ordre général touchant à l'activité des prestataires de services d'investissement, le Comité de la réglementation bancaire et financière comprend également le président de la Commission des opérations de bourse, le président du Conseil des marchés financiers et un représentant de l'Association française des entreprises d'investissement."

Alinéa sans modification

« Il est présidé par le gouverneur de la Banque de France, président de la Commission bancaire, ou son représentant à cette Commission. Il comprend, en outre, le directeur du Trésor ou son représentant, le ou les présidents des autorités qui ont approuvé le programme d'activité de la personne dont le Comité examine la demande d'agrément, ainsi que quatre membres ou leurs suppléants, nommés par arrêté du ministre chargé de l'Économie et des Finances pour une durée de trois ans, à savoir : un représentant de l'Association française des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, un représentant des organisations syndicales représentatives du personnel des entreprises ou établissements soumis à l'agrément du Comité, et deux personnalités choisies en raison de leur compétence. »

« Il est présidé...

...ainsi que cinq membres ou leurs suppléants...

...à savoir : un dirigeant d'établissement de crédit et un dirigeant d'entreprise d'investissement représentant l'Association française des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, un représentant...

...compétence. »

c) (nouveau) Dans le troisième alinéa, après les mots : « l'établissement de crédit » sont insérés les mots : « ou l'entreprise d'investissement ».

Alinéa sans modification

IV.- Sans modification

IV.- Sans modification

III.- L'article 31 de la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 précitée est ainsi modifié :

a) au premier alinéa, après les mots : « établissement de crédit », sont insérés les mots : « et aux entreprises d'investissement ».

b) le deuxième alinéa est ainsi rédigé :

« Il est présidé par le gouverneur de la Banque de France, président de la Commission bancaire, ou son représentant à cette Commission. Il comprend, en outre, le directeur du Trésor ou son représentant, le ou les présidents des autorités qui ont approuvé le programme d'activité de la personne dont le Comité examine la demande d'agrément, ainsi que cinq membres ou leurs suppléants, nommés par arrêté du ministre chargé de l'Économie et des Finances pour une durée de trois ans, à savoir : un représentant de l'Association française des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, un représentant de l'Association française des entreprises d'investissement, un représentant des organisations syndicales représentatives du personnel des entreprises ou établissements soumis à l'agrément du Comité, et deux personnalités choisies en raison de leur compétence. »

IV.- Les huitième alinéa (6°) et neuvième alinéa (7°) de l'article 25 de la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 précitée sont

Texte adopté par le Sénat en première lecture	Texte adopté par l'Assemblée Nationale en première lecture	Propositions de la Commission
<p>ainsi rédigés :</p> <p>« 6° Dix représentants des organisations syndicales de salariés représentatives au plan national, parmi lesquels des représentants des organisations syndicales représentatives du personnel des établissements de crédit et des entreprises d'investissement ».</p> <p>7° Treize représentants des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, dont un représentant de l'Association française des établissements de crédit et des entreprises d'investissement et un représentant de l'Association française des entreprises d'investissement. »</p>		
<p><i>Art. 9 quinquies (nouveau).</i></p> <p>L'entreprise d'investissement qui exerce, à titre principal, les services visés au d) de l'article 2, est agréée par la Commission des opérations de bourse et prend le nom de société de gestion de portefeuille.</p> <p>Pour délivrer l'agrément à une société de gestion de portefeuille, la Commission vérifie si celle-ci :</p> <p>1° a son siège social en France ;</p> <p>2° dispose d'un capital initial suffisant ;</p> <p>3° fournit l'identité de ses actionnaires, directs ou indirects, personnes physiques ou morales, qui détiennent une participation qualifiée, ainsi que le montant de leur participation ; la Commission apprécie la qualité de ces actionnaires au regard de la nécessité de garantir une gestion saine et prudente ;</p> <p>4° est dirigée effectivement par des personnes possédant l'honorabilité nécessaire et l'expérience adéquate à leur fonction ;</p> <p>5° voit son orientation déterminée par deux personnes au moins ;</p> <p>6° dispose d'une forme juridique adéquate à la fourniture du service visé au</p>	<p><i>Art. 9 quinquies.</i></p> <p>Alinéa sans modification</p> <p>Alinéa sans modification</p> <p>1° Sans modification</p> <p>2° Sans modification</p> <p>3° Sans modification</p> <p>4° Sans modification</p> <p>5° Sans modification</p> <p>6° Sans modification</p>	<p><i>Art. 9 quinquies.</i></p> <p>Alinéa sans modification</p> <p>Alinéa sans modification</p> <p>1° Sans modification</p> <p>2° Sans modification</p> <p>3° Sans modification</p> <p>4° Sans modification</p> <p>5° Sans modification</p> <p>6° Sans modification</p>