

# SÉNAT

TROISIÈME SESSION EXTRAORDINAIRE DE 1993 - 1994

---

---

Annexe au procès-verbal de la séance du 4 juillet 1994.

## RAPPORT D'INFORMATION

FAIT

*au nom de la commission des Finances, du contrôle budgétaire et des comptes économiques de la Nation (1) sur la transposition en droit français de la directive n° 93 / 22 / CEE du Conseil des Communautés européennes du 10 mai 1993 concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières,*

Par M. Philippe MARINI,

Senateur.

---

(1) Cette commission est composée de : MM. Christian Poncelet, *président* ; Jean Cluzel, Paul Girod, Jean Cluuet, Jean-Pierre Masseret, *vice-présidents* ; Jacques Oudin, Louis Perrein, François Trucy, Robert Vizet, *secrétaires* ; Jean Arthuis, *rapporteur général* ; Philippe Adnot, René Ballayer, Bernard Barbier, Jacques Baudot, Claude Belot, Mme Maryse Bergé-Lavigne, MM. Maurice Blin, Camille Cabana, Ernest Cartigny, Auguste Cazalet, Michel Charasse, Jacques Chaumont, Henri Collard, Maurice Couve de Murville, Pierre Croze, Jacques Delong, Mme Paulette Fost, MM. Henri Gatschy, Emmanuel Hamel, Alain Lambert, Tony Larue, Paul Loridant, Roland du Luart, Michel Manet, Philippe Marini, Michel Moreigne, Jacques Moisson, René Régnauld, Michel Sergent, Jacques Sourdille, Henri Turre, René Trégouët, Jacques Valade

## SOMMAIRE

	<u>Pages</u>
<b>AVANT-PROPOS</b> .....	<b>5</b>
<b>INTRODUCTION</b> .....	<b>7</b>
<b>1. L'ORIGINE DE LA DIRECTIVE</b> .....	<b>7</b>
<b>2. LE CONTEXTE DE LA DIRECTIVE</b> .....	<b>8</b>
<b>3. L'ORIGINALITE DE LA DIRECTIVE</b> .....	<b>10</b>
<b>CHAPITRE I LA DIVERSITÉ DE L'INTERMÉDIATION FINANCIÈRE</b> .....	<b>13</b>
<b>SECTION I LES MARCHÉS FINANCIERS</b> .....	<b>13</b>
<b>I. TYPOLOGIE SOMMAIRE DES MARCHES FINANCIERS</b> .....	<b>14</b>
<b>II. LES DIFFÉRENTS MARCHES FINANCIERS FRANÇAIS</b> .....	<b>20</b>
<b>SECTION II LES MÉTIERS FINANCIERS</b> .....	<b>43</b>
<b>I. LES DIFFÉRENTS MÉTIERS DU TITRE</b> .....	<b>44</b>
<b>II. HIERARCHIE ET SYNERGIES ENTRE MÉTIERS DU TITRE</b> .....	<b>50</b>
<b>CHAPITRE 2 LA DUALITÉ DES APPROCHES RÉGLEMENTAIRES</b> .....	<b>53</b>
<b>SECTION I LES APPROCHES ÉTRANGÈRES</b> .....	<b>54</b>
<b>I. LE SYSTÈME FINANCIER AMÉRICAIN</b> .....	<b>54</b>
<b>II. LE SYSTÈME FINANCIER BRITANNIQUE</b> .....	<b>59</b>
<b>III. LE SYSTÈME FINANCIER ALLEMAND</b> .....	<b>62</b>

SECTION II	L'APPROCHE FRANÇAISE CONTEMPORAINE	65
I.	L'ENCHEVETREMENT DES STATUTS	65
II.	LA MULTIPLICITE DES AUTORITES DE SURVEILLANCE	82
<b>CHAPITRE 3 LE CONTENU DE LA DIRECTIVE</b>		<b>91</b>
SECTION I	LE LIBRE EXERCICE DES PROFESSIONS DE L'INTERMÉDIATION FINANCIÈRE	91
I.-	LA NOTION D'ENTREPRISE D'INVESTISSEMENT	92
II.-	LE PASSEPORT EUROPEEN	100
III.-	LES MODALITES D'EXERCICE DU PASSEPORT EUROPEEN	102
SECTION II	LE CONTROLE DES ENTREPRISES D'INVESTISSEMENT	105
I.-	LA DELIVRANCE DES AGREMENTS	105
II.-	LA REGLEMENTATION DES ENTREPRISES D'INVESTISSEMENT	110
III.-	LA SURVEILLANCE DES ENTREPRISES D'INVESTISSEMENT	113
SECTION III	LE CONTROLE DES MARCHÉS	116
I.-	L'ABSENCE DE DEFINITION OPERATIONNELLE DES MARCHES REGLEMENTES ET LE POUVOIR DES ETATS MEMBRES EN LA MATIERE	117
II.-	LES CONSEQUENCES DE LA QUALIFICATION DE MARCHÉ REGLEMENTE	122
III.-	LE CONTROLE DES OPERATIONS RESTE DE LA COMPETENCE DES ETATS D'ORIGINE DES MARCHES	127
<b>CHAPITRE 4 ENJEUX, OPTIONS ET PROPOSITIONS</b>		<b>131</b>
SECTION I	LES ENJEUX DE LA DIRECTIVE	131
I.-	UN ENJEU ECONOMIQUE A LONG TERME	131
II.-	UN DEFI JURIDIQUE A COURT TERME	138

<b>SECTION II LES OPTIONS DE TRANSPOSITION</b> .....	142
I - LES OPTIONS MINIMALISTES .....	142
II - LES OPTIONS MAXIMALISTES .....	145
<b>SECTION III LES PROPOSITIONS</b> .....	152
I - POUR UNE TRANSPOSITION QUI AILLE AU-DELÀ DE LA SIMPLE MISE EN PLACE DU PASSEPORT EUROPÉEN .....	152
II - POUR UN STATUT UNIQUE DE L'INTERMÉDIATION FINANCIÈRE QUI EN PRESERVE L'AUTONOMIE .....	153
III - POUR UNE REDEFINITION DU PAYSAGE INSTITUTIONNEL ...	156
IV - POUR UNE REDÉFINITION DU STATUT DES DÉMARCHEURS FINANCIERS .....	164
<b>CONCLUSION</b> .....	165
<b>EXAMEN EN COMMISSION</b> .....	167
<b>ANNEXE 1. Composition du groupe de travail</b> .....	171
<b>ANNEXE 2. Compte-rendus des auditions du groupe de travail</b> .....	173
<b>ANNEXE 3. Observations de M. Robert Vizet au nom du Groupe communiste</b> .....	255
<b>ANNEXE 4. Directive 93/22/CEE du 10 mai 1993 concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières</b> .....	257

## AVANT-PROPOS

La directive sur les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières tend à mettre en place le marché unique européen des services financiers. Sa transposition en droit français devra être effectuée avant le 1er juillet 1995.

En raison de l'importance de cette transposition pour les marchés financiers français, la commission des finances du Sénat a décidé, le 13 janvier 1994, de créer, en son sein, un groupe de travail chargé, en amont de la discussion législative, d'en étudier le contenu et les implications.

Ce groupe de travail, composé de MM. Philippe ADNOT, Bernard BARBIER, Claude BELOT, Maurice BLIN, Ernest CARTIGNY, Jean CLOUET, Paul LORIDANT, Jean-Pierre MASSERET, Jacques OUDIN, René TREGOUËT et Robert VIZET est présidé par M. Philippe MARINI.

Le présent rapport constitue la première étape des travaux de ce groupe. Il a pour vocation d'éclairer l'opinion des Sénateurs sur le contenu et les enjeux de la directive ainsi que sur les choix, explicites ou implicites que devra effectuer la représentation nationale au moment de sa transposition. Il contient une partie purement descriptive dont l'ambition n'est autre que pédagogique et tient compte des précédents travaux effectués sur le sujet. <sup>1</sup>

Le groupe de travail a procédé à un premier cycle d'auditions de personnalités représentatives des grandes institutions et des autorités de place concernées, ainsi que d'un grand nombre de représentants d'organisations professionnelles. La liste des personnes auditionnées et le compte rendu de ces auditions figurent en annexe au présent rapport.

---

<sup>1</sup> Il s'agit, notamment, du rapport du groupe de travail présidé par M. René Barbier de la Serre, présenté en juillet 1991 au Conseil des Bourses de Valeur, du rapport Equinoxe rédigé, également en juillet 1991, par douze personnalités du monde de la bourse, de la finance, de l'industrie et de la communication, et enfin du rapport de décembre 1993 du groupe de travail présidé par M. Pierre Esteva, dans le cadre de l'Association française des sociétés de bourse (Rapport "Horizon 96").

Le groupe de travail entend poursuivre ses travaux dans l'attente du dépôt par le Gouvernement du projet de loi de transposition, prévu normalement pour la session d'automne de 1994, en auditionnant plusieurs professionnels des marchés financiers reconnus pour leur expérience dans le domaine des marchés financiers.

\* \*  
\*

## INTRODUCTION

La directive sur les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières (93/22/CEE) a été adoptée par le Conseil Européen du 10 mai 1993. Son article 31 fixe au 1<sup>er</sup> juillet 1995 sa date limite de transposition dans le droit interne des Etats membres et au 31 décembre 1995 sa date d'entrée en vigueur.

Trois remarques préliminaires s'imposent quant à l'origine de la directive, son contexte, et son originalité.

### 1. L'origine de la directive

La directive trouve son origine dans la dynamique instaurée par l'Acte Unique <sup>2</sup>. Elle participe à la mise en place d'un vaste marché dans lequel la liberté de circulation des biens et des capitaux, d'une part, et le libre exercice des professions, d'autre part, seront assurés.

S'agissant du libre exercice des professions, l'harmonisation européenne est désormais achevée pour les banques <sup>3</sup>, et les assurances <sup>4</sup>. L'objet de la directive est de l'étendre

---

<sup>2</sup> Dès le premier considérant de l'exposé des motifs, la directive, se présente comme «un instrument essentiel pour la réalisation du marché intérieur, décidée par l'Acte unique européen et programmée par le "Livre Blanc" de la Commission, sous le double aspect de la liberté d'établissement et de la libre prestation des services, dans le secteur des services d'investissement».

<sup>3</sup> La première directive de coordination bancaire du 12 décembre 1977 a posé les principes de libre établissement et de libre prestation de services. La deuxième directive de coordination bancaire du 15 décembre 1989 a achevé le processus en instaurant le régime de l'agrément unique. Elle fut transposée en droit interne par la loi n° 92-665 du 16 juillet 1992.

<sup>4</sup> La mise en place du marché unique des assurances a été effectuée en trois étapes. Les premières directives ont établi le droit d'établissement. Elles datent du 24 juillet 1973 pour l'assurance non vie et du 5 mars 1979 pour l'assurance vie. La seconde génération de directives a partiellement mis en place la libre prestation de services. Elles datent du 22 juin 1988 pour l'assurance non vie et du 8 novembre 1990 pour l'assurance vie. Enfin, la troisième génération de directives (18 juin 1992 pour l'assurance non vie et

à l'intermédiation financière et de poser ainsi les bases d'un marché unique des services financiers.

Les dispositions relatives à ce marché unique concernent tous les pays de l'Union Européenne. Elles devront de surcroît être étendues, en vertu des articles 31 et 36 de l'accord créant l'Espace Economique Européen, aux pays de l'Association Européenne de Libre Echange <sup>5</sup>, du moins pour ceux qui n'auront pas, d'ici au 1<sup>er</sup> janvier 1996, décidé d'intégrer l'Union européenne.

## 2. Le contexte de la directive

La directive sur les services d'investissement s'inscrit dans un ensemble de six directives, déjà adoptées ou en projet, concernant l'adéquation des fonds propres des entreprises d'investissement et des établissements de crédit, la garantie des dépôts, l'indemnisation des investisseurs, la liberté de gestion des fonds de retraite, la création d'un comité européen des valeurs mobilières et enfin le contrôle prudentiel des conglomérats.

La directive sur l'adéquation des fonds propres (93/6/CEE du 15 mars 1993) constitue, sur le plan prudentiel, un complément indispensable de la présente directive qui s'y réfère explicitement. Dès lors qu'il suffira aux différentes entreprises financières de justifier de l'agrément qui leur a été délivré dans leur pays d'origine pour exercer dans tous les pays membres de l'Union, il est en effet légitime que, dans la délivrance de cet agrément, les autorités compétentes de chaque Etat membre exigent un minimum de fonds propres identique <sup>6</sup>. C'est pourquoi cette directive introduit l'exigence d'un capital initial minimum, dont le montant dépend des activités envisagées, et celle d'un ratio de couverture des risques de marché dont le niveau sera variable en fonction du type d'exposition au risque (actions, créances de taux d'intérêt, devises) et de la nature du risque (spécifique, c'est-à-dire propre à l'émetteur, ou général, portant sur l'ensemble du marché). La transposition de cette

---

10 novembre 1992 pour l'assurance vie), établissant complètement le passeport européen, a été transposée en droit interne par la loi n°94-5 du 4 janvier 1994.

<sup>5</sup> A l'exception toutefois de la Suisse, qui a rejeté l'accord.

<sup>6</sup> Une telle harmonisation des fonds propres exigibles a déjà eu lieu concernant les banques. En revanche, il n'y a toujours pas de directive sur ce point en matière d'assurance.



directive n'est pas d'ordre législatif et sera effectuée par l'autorité réglementaire compétente <sup>7</sup>.

La directive sur la garantie des dépôts, adoptée le 16 mai 1994, concerne plus particulièrement les établissements de crédit. Elle instaure une garantie minimale de 20.000 écus pour chaque déposant dans l'ensemble de l'Union Européenne.

Homothétique de la précédente dans le domaine des services d'investissement, la proposition de directive sur les systèmes d'indemnisation des investisseurs prévoit l'obligation pour les entreprises d'investissement d'adhérer au système d'indemnisation de leur Etat d'origine. Elle fixe également un niveau minimal de garantie de 20.000 écus ou de 90 % des titres déposés. L'article 12 de la directive sur les services d'investissement fait référence à cette proposition, fixant comme objectif une entrée en vigueur concomitante des deux textes.

La proposition de directive sur la liberté de gestion des fonds de retraite fait également partie de cet ensemble, car ces investisseurs institutionnels sont des acteurs importants des marchés financiers. La libéralisation des services d'investissement serait vidée d'une partie de son contenu si les fonds de retraites de l'Union n'étaient pas libres du choix de leur gestionnaire, de leur dépositaire et de leurs actifs. Cette proposition de la Commission conduirait à la levée des obligations relatives à la nationalité, mais aussi aux types d'actifs (il ne sera plus possible d'obliger un fonds de pension à détenir certains quotas de titres tels que par exemple les emprunts d'Etat). Cette proposition se heurte à des règles souvent bien établies dans les pays membres et connaît un cheminement difficile, à tel point que la Commission a dû la retirer le 16 juin 1994.

La directive créant un comité européen des valeurs mobilières n'en est encore qu'au stade de proposition et n'a pas été examinée par le Parlement de Strasbourg. La création de ce comité est prévue par les deux derniers alinéas de l'exposé des motifs et les articles 7 (paragraphe 1 et 5) et 29 de la directive sur les services d'investissement. Ce Comité aurait trois objectifs. Il serait un organe de coopération entre États dans les domaines couverts par la directive sur les services d'investissement. Il aurait ensuite pour objectif d'effectuer la veille technologique permettant l'adaptation des textes européens à la modernisation des marchés. Il serait enfin chargé de gérer les questions de réciprocité de conditions d'agrément et d'exercice avec les pays tiers.

---

<sup>7</sup> Comité de la réglementation bancaire pour les établissements de crédit, Conseil des bourses de valeur et Conseil des marchés à terme pour les intervenant des marchés financiers.

Enfin, parachevant l'édifice prudentiel et complétant notamment la proposition de directive sur le renforcement de la surveillance prudentielle (dite "post-BCCI"), une proposition de directive sur les normes applicables aux conglomérats financiers est en préparation. Cette directive viserait l'adéquation des fonds propres aux risques particuliers des conglomérats (groupes d'entreprises ayant des activités d'assurance, de banque et de service d'investissement), qui sont des risques de contamination des difficultés de certaines activités vers d'autres. Ce projet en est encore au stade de la négociation.

### 3. L'originalité de la directive

La directive sur les services d'investissement présente incontestablement une triple originalité par rapport aux directives bancaires et aux directives en matière d'assurance.

La première tient au fait qu'elle réalise en une seule fois le passage au marché unique. Il n'y aura pas en effet plusieurs générations de directives sur les services financiers, du moins au sens des directives bancaires ou d'assurance.

La deuxième originalité de la directive sur les services d'investissement tient à l'absence de délimitation précise de la profession visée : l'intermédiation financière.

Il n'y a pas en effet de définition univoque de l'intermédiation financière susceptible d'être acceptée universellement. Tout au contraire, c'est une notion aux contours mal définis qui recouvre une pluralité d'acteurs susceptibles d'exercer des métiers différents sur un ou plusieurs marchés spécifiques tant par leurs produits que par leur mode de fonctionnement. De ce point de vue, le terme même de "services d'investissement" peut être interprété comme trahissant l'embaras du législateur européen pour désigner sous un seul nom l'ensemble de la profession.

Aussi, le problème s'est-il posé d'emblée de s'entendre sur une définition des professions auxquelles serait accordée la liberté d'exercice et plus encore la façon dont on les définirait : par rapport aux marchés, ou par rapport aux métiers. On comprend mieux dès lors le temps particulièrement long d'élaboration de cette directive car il n'était pas possible de transposer, *mutatis mutandis*, les directives bancaires au secteur financier.

Enfin, cette directive, en raison de l'absence de définition précise de l'intermédiation financière, laisse aux Parlements nationaux une marge de manoeuvre considérable dans la transposition.

Compte tenu de ces éléments, le présent rapport s'efforcera de présenter l'intermédiation financière dans sa diversité et les différentes approches réglementaires que l'on peut en faire, avant de préciser le contenu de la directive sur les services d'investissement et les choix qui s'offriront au législateur français au moment de sa transposition en droit interne.

\* \*  
\*

## CHAPITRE I

### LA DIVERSITÉ DE L'INTERMÉDIATION FINANCIÈRE

S'il est assez facile de définir l'intermédiation bancaire, l'intermédiation financière échappe au contraire à toute tentative d'approche synthétique en raison des déclinaisons multiples dont elle peut faire l'objet, aussi bien en termes de métiers, qu'en termes de marchés. Il convient donc de préciser ces notions de métiers et de marchés et les réalités qu'elles recouvrent dans notre pays.<sup>2</sup>

#### SECTION I LES MARCHÉS FINANCIERS

On peut définir, en première approximation, un marché financier comme étant un lieu d'échange régulier de produits financiers (ou "instruments financiers"). Cette définition mériterait à coup sûr d'être affinée car désormais la plupart des marchés financiers ne sont plus localisés dans un lieu précis. Les intervenants effectuent leurs transactions par téléphone, télex ou télécopie, à partir d'informations diffusées par des systèmes spécifiques d'information, gérés par des grandes agences internationales spécialisées telles que Reuter, Bloomberg ou Telerate. Par ailleurs, le règlement et la livraison des titres échangés s'effectuent de moins en moins par l'intermédiaire de titres matériels ("papier financier") mais par simples échanges d'écritures comptables gérées par des systèmes informatisés de "règlement-livraison" des valeurs mobilières. En d'autres termes, et pour reprendre une formule qui a fait *flores*, "la Bourse n'est plus dans la Bourse".

Nous essaierons de présenter une typologie sommaire des différents marchés financiers, au regard, notamment, des concepts utilisés par la directive, avant de présenter rapidement, les différents marchés financiers français.

---

<sup>2</sup> Il est frappant de relever que la définition des opérations de banque tient en un seul alinéa de la loi bancaire ("opérations de réception de fonds du public, des opérations de crédit, ainsi que de la mise à la disposition de la clientèle ou la gestion de moyens de paiement"), alors que la directive européenne, premier instrument juridique à tenter une définition de l'intermédiation financière, est obligée de renvoyer à une annexe la définition des métiers et des produits qu'elle entend viser, qui de surcroît ne visent pas la totalité de l'intermédiation financière.

## **I - TYPOLOGIE SOMMAIRE DES MARCHES FINANCIERS**

Les différents marchés financiers sont susceptibles de présenter plusieurs caractéristiques. Cinq d'entre elles sont plus particulièrement intéressantes au regard de la directive.

### **1. Marchés de parquet et marchés sans présence physique**

Les marchés financiers peuvent soit se dérouler dans une enceinte déterminée - parquet, "pit" ou corbeille - soit être non localisés. Dans ce cas, les transactions sont susceptibles de se nouer par tout moyen : téléphone, télécopie ou télex. Le discriminant est la nécessité d'une présence physique.

En France les seuls marchés exigeant une présence physique qui subsistent sont le "Marché à terme international de France" (MATIF) et, dans une certaine mesure, le "Marché des options négociables de Paris" (MONEP). Tous les autres marchés n'exigent pas de présence physique.

### **2. Marchés réglementés, organisés et de gré à gré**

Il est généralement admis qu'il existe trois sortes de marchés financiers : les marchés réglementés, les marchés organisés et enfin les marchés libres dits de "de gré à gré". Cette distinction est d'ordre purement doctrinal et n'a, jusqu'à présent, reçue aucune consécration dans le droit positif national. Elle est de surcroît sujette à de multiples interprétations. Sous ces réserves, on peut essayer de proposer les critères de classification qui suivent.

Le premier critère qui nous semble pertinent est celui de l'existence d'un contrôle des opérations réalisées sur le marché. Par contrôle des opérations, l'on entend la réglementation des produits qui débouche sur leur standardisation, la définition de règles d'admission des produits ainsi que de règles de négociation ou de dénouement des opérations.

Le second critère est l'existence d'une autorité chargée de veiller au respect de cette réglementation et disposant pour ce faire d'un pouvoir de sanction.

A partir de la combinaison de ces deux critères, l'on peut esquisser une définition des différents marchés.

### ① Les marchés réglementés

Le marché réglementé est celui qui vérifie la présence simultanée des deux critères : réglementation des opérations, surveillance des opérations. De surcroît la réglementation doit être d'ordre public et l'autorité chargée de la faire respecter doit disposer de prérogatives de puissance publique.

L'objet de la réglementation est de garantir la protection des émetteurs et des souscripteurs, la sécurité des transactions ainsi que l'efficacité du marché, afin qu'il assure de façon optimale l'allocation des ressources.

#### *a) Une réglementation publique des opérations*

Dans un marché réglementé la réglementation présente deux caractéristiques. Elle doit être édictée par le pouvoir législatif, le pouvoir réglementaire ou encore émaner d'une autorité nommément désignée par l'un ou l'autre de ces pouvoirs. Elle doit porter sur la régularité des opérations et éventuellement sur les produits faisant l'objet de l'échange.

Il est assez indifférent que l'accès au marché soit limité à certaines entreprises faisant l'objet ou non d'une réglementation spécifique autrement dit, d'un statut. Ce qui importe, c'est que les produits, leurs conditions d'admission au marché, les opérations et l'information des investisseurs soient réglementés.

Cette réglementation se traduit par une certaine "transparence", qui permet aux intervenants d'avoir une idée précise des mécanismes de formation des prix, de leur niveau et de celui des transactions.

#### *b) Une autorité de marché chargée de faire respecter la réglementation et disposant de prérogatives de puissance publique*

Un marché réglementé semble également devoir se caractériser par la présence d'au moins une autorité publique, c'est à dire reconnue par la loi ou le pouvoir réglementaire, chargée d'assurer le contrôle des opérations au regard de la réglementation

en vigueur et investie de prérogatives de puissance publique. Ces prérogatives de puissance publique peuvent être le pouvoir réglementaire, ou le pouvoir de délivrer la licence d'exercice sur le marché, sous forme d'agrément ou d'habilitation. Elles doivent au moins toujours comprendre le pouvoir de sanction soit directement, soit par délégation de l'autorité publique, pour que ce critère soit satisfait.<sup>9</sup>

## ② Les marchés organisés

Par opposition aux marchés réglementés, les marchés organisés peuvent être définis comme ceux qui font l'objet d'une réglementation mais ne disposent pas d'une autorité de marché. On peut en déduire facilement qu'un marché réglementé est toujours organisé, sans que la réciproque soit forcément vraie. Cette définition appelle deux remarques.

En premier lieu, c'est bien la présence d'une autorité de marché, émanant de la puissance publique qui est ici le discriminant, et non la réglementation. Par exemple, en France, le marché des titres de créances négociables en dépit d'une réglementation d'ordre public, établie à la fois par la loi et par un règlement du Comité de la réglementation bancaire, ne nous semble pas devoir être considéré comme un marché réglementé dans la mesure où il n'y a pas d'autorité véritablement en charge de la police du marché <sup>10</sup>.

En second lieu, peu importe, dans le cadre d'un marché organisé que la réglementation des opérations soit d'ordre public ou privé ; il suffit qu'elle existe. Le marché des contrats d'échange à terme de devises (ou "marché des SWAPS") par exemple peut être considéré comme un marché organisé, dans la mesure où existe une organisation professionnelle, l'ISDA (International Swap Dealers Association) chargée de définir des règles et des recommandations qui engagent bilatéralement les contractants qui acceptent de nouer des transactions conformes aux contrats-types qu'elle établit. Pour autant ce marché ne peut être qualifié de

---

<sup>9</sup> L'on peut prendre comme exemple d'un marché réglementé, le MATIF où l'on trouve de façon simultanée, une réglementation publique, établie par le Conseil des marchés à terme et un contrôle des opérations, exercé par une entreprise de marché, par délégation du Conseil : Matif S.A. Ce contrôle s'exerce en temps réel et peut aboutir, par exemple, à la liquidation d'un contrat, si les règles d'appel de marges (margination) ne sont pas respectées.

<sup>10</sup> La Banque de France exerce bien de facto une tutelle générale de ce marché, mais ne dispose pas, à notre connaissance, de pouvoirs de sanction conférés par la loi s'agissant du marché monétaire.

réglementé dans la mesure où l'ISDA n'est pas une autorité émanant d'un ordre public national ou international et n'est pas investie d'autres prérogatives que celles que veulent bien lui reconnaître les intervenants.

### ③ Les marchés de gré à gré

Un marché de gré à gré se caractérise à la fois par l'absence de réglementation des opérations et l'absence d'autorité chargée d'en assurer la police.

Ceci ne signifie pas que dans un marché de gré à gré, les intervenants eux-mêmes ne soient pas soumis à une réglementation (contrôle prudentiel, garanties des dépôts, solidarité de place...).

Ces marchés, qui restent opaques, sont les plus faciles à distinguer des marchés réglementés. En revanche ils sont plus difficiles à distinguer des marchés organisés car ils font parfois l'objet d'un embryon d'organisation, justifiée par l'ampleur des opérations et la nécessité de fixer certaines règles du jeu.

Par exemple, le marché hors cote (*over-the-counter* ou OTC) des actions de New-York, le NASDAQ (*National Association of Securities Dealers by Automated Quotations*) est bien soumis à une autorité de tutelle : la SEC (*Securities and Exchange Commission*). Mais celle-ci assure la surveillance des établissements, non des opérations. Celles-ci font l'objet d'une réglementation contractuelle émanant de la NASD (*National Association of Securities Dealers*). Il devrait donc être rangé dans la catégorie des marchés organisés, alors qu'il est généralement considéré comme un marché de gré à gré.

Plusieurs éléments permettent néanmoins de faire la différence : l'existence d'un contrat standardisé ou contrat type, le mode de négociation et enfin l'existence d'une chambre de compensation, organisme capable de garantir la bonne fin des opérations et d'assurer le règlement-livraison des produits échangés. Par ailleurs, les marchés organisés offrent des produits de grande consommation et de grand public, alors que les marchés de gré à gré offrent des produits davantage sur mesure. Enfin, les risques ne sont pas les mêmes. Pour les marchés de gré à gré, il s'agit de risques de contrepartie : chaque client peut, par définition, poser problème. Sur les marchés organisés, les risques encourus ne sont pas bilatéraux, puisque la chambre de compensation assure la bonne fin des opérations, mais ils sont systémiques, c'est à dire qu'ils pèsent sur le système tout entier.



Il est possible, à l'aide des critères ainsi définis, de dégager une grille de lecture des différents marchés :

	Marchés réglementés	Marchés organisés	Marchés de gré à gré
Réglementation des opérations	oui (1)	oui (2)	non
Surveillance des opérations	oui	non	non

(1) La réglementation doit être publique

(2) La réglementation peut être publique ou privée

### 3. Marchés concentrés et marchés déconcentrés

La concentration suppose que des instruments qui se traitent sur un marché réglementé ne puissent pas faire l'objet de transactions de gré à gré par ailleurs. Cette question du monopole des marchés réglementés sur leurs produits est importante et soulève le problème du statut des marchés "gris" et des transactions hors séance (THS) sur ces mêmes marchés.

La notion de concentration n'a de sens que pour les seuls marchés réglementés. Par ailleurs, elle peut être stricte, c'est à dire se traduire par l'interdiction pure et simple d'effectuer des opérations en dehors du marché, ou souple, c'est à dire, tolérer des opérations hors marchés en dehors des heures de marché, des jours de marché...

### 4. Marchés centralisés et marchés non centralisés

Les marchés centralisés reposent, comme leur nom l'indique, sur la "centralisation des ordres", censée assurer la transparence et la liquidité des marchés. C'est le cas du marché boursier français où il y a, en permanence, confrontation de l'offre et de la demande. Sur les marchés où il n'y a pas de centralisation des ordres, comme sur le marché boursier britannique, ce sont les *Securities firms*, intermédiaires non bancaires, qui proposent des

prix. Dans ce type de modèle il n'y a pas de transparence et les petits investisseurs peuvent être défavorisés car ils ne disposent pas des mêmes capacités de négociation que les grands investisseurs.

## 5. Marchés primaire, secondaire et tertiaire

Le marché primaire peut être défini comme le marché de l'appel à l'épargne. Ces opérations se font sous la forme d'émissions d'actions, d'obligations ou de titres de créances négociables. Elles confrontent les émetteurs d'une part, qui tentent de "lever des capitaux", des souscripteurs, épargnants ou investisseurs institutionnels, à la recherche de la meilleure rémunération. C'est en quelque sorte un marché du "neuf".

Le marché secondaire est le marché de l'échange de titres déjà émis. L'existence d'un tel marché, beaucoup plus important par sa taille que le marché primaire, est fondamentale pour permettre aux marchés financiers d'assurer leur rôle de financement de l'économie. En effet, la négociabilité des valeurs mobilières permet aux émetteurs de conserver les capitaux recueillis sans être contraints de les restituer chaque fois qu'un épargnant désire se désengager. Ce dernier peut se procurer les fonds dont il a besoin en cédant ses titres sur le marché. Ainsi est assurée, potentiellement du moins, la liquidité de l'épargne investie en valeurs mobilières. C'est par opposition au marché primaire, un marché "de l'occasion".

Enfin, l'on évoque parfois<sup>11</sup>, le marché tertiaire comme celui constitué par les titres d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières qu'il s'agisse de SICAV (sociétés d'investissement à capital variable) ou de FCP (fonds communs de placement). Ces titres susceptibles d'être négociés en bourse (mais qui ne le sont pas dans la pratique), constituent ce que les fiscalistes appellent des "titres représentatifs de valeurs mobilières" et que l'on pourrait définir comme des "produits financiers permettant d'accéder indirectement au marché boursier".

Ces précisions étant apportées envisageons à présent quels sont les différents marchés financiers français.

---

<sup>11</sup> Voir notamment : *Guide sectoriel des produits et marchés financiers - Direction générale des impôts ; mars 1993.*

## II - LES DIFFERENTS MARCHES FINANCIERS FRANÇAIS

Il est possible de ranger les différents marchés financiers français en six grandes catégories qui sont fonction de l'homogénéité des produits échangés.

### 1. Le marché interbancaire

En France, le marché interbancaire est le marché sur lequel les établissements de crédit et certains organismes publics peuvent échanger, à des taux librement débattus, des liquidités en compte à la Banque centrale contre des effets publics ou privés. C'est le marché de l'argent à très court terme,

Il est difficile de classer ce premier marché parmi les marchés financiers dans la mesure où les biens faisant l'objet de l'échange ne sont pas des titres, mais de la monnaie centrale <sup>12</sup>. Néanmoins, il est généralement considéré comme un compartiment du marché monétaire dans la mesure où il entretient avec lui des relations étroites en raison, notamment, des techniques d'intervention des Banques centrales.

Le marché interbancaire a été défini par le règlement n° 85-17 du Comité de la Réglementation bancaire en date du premier décembre 1985. Son accès est réservé aux établissements de crédit et aux organismes visés à l'article 8 de la loi bancaire (Trésor public, Banque de France, Caisse des dépôts et consignations, services financiers de la Poste, Institut d'émission des territoires d'outre-mer, Institut d'émission des départements d'outre-mer).

C'est un marché de gré à gré. Il ne fonctionne pas dans un local déterminé. Les offres se confrontent par téléphone, fax ou télex. Les transactions se nouent par le même moyen et sur parole par les opérateurs du "front office" des banques avant d'être

---

<sup>12</sup> *L'on pourrait dire, pour reprendre une classification familière aux économistes, que le marché interbancaire est le lieu d'échanges d'actifs monétaires (la liquidité bancaire), alors que les marchés financiers portent, comme leur nom l'indique, sur des actifs financiers, titres de créances sans pouvoir libératoire immédiat, ou titres de propriété.*

matérialisées sous forme d'ordres écrits et comptabilisées par les opérateurs du "back office".

Il est difficile de chiffrer de façon significative le marché interbancaire, tant sont grandes les variations des encours en raison de l'évolution des "facteurs autonomes de la liquidité bancaire" que de la politique monétaire conduite par la Banque de France. Ainsi, l'ensemble de la liquidité bancaire (billets en circulation, plus créances à l'économie) représentait au 31 décembre 1993, 295,9 milliards de francs, contre 416,5 milliards au 31 décembre 1992 et 402 milliards au 31 décembre 1991. Les volumes quotidiens d'échange sont en général compris entre 10 et 100 milliards de francs par jour.

## 2. Le marché monétaire

Le marché monétaire est le marché de l'argent à court terme, sur lequel sont échangés des titres de créances négociables (de un mois à sept ans).

En France jusqu'en 1985, le marché monétaire se confondait avec le marché interbancaire. Son accès était limité aux établissements publics, au Trésor, à la Banque de France aux banques et aux ENBAMM (établissements non bancaires admis au marché monétaire : compagnies d'assurances, caisses de retraites, OPCVM...). Les autres agents économiques ne pouvaient bénéficier directement des conditions négociées sur le marché.

La situation a profondément changé à partir de la réforme de 1985 souvent appelée "big-bang à la française" <sup>13</sup> par référence à la réforme du marché londonien intervenue à la même époque. Cette réforme s'est traduite, d'une part, par l'ouverture du marché monétaire à l'ensemble des banques et des entreprises, afin de leur permettre de se financer directement par le marché et d'amorcer de ce fait un processus de désintermédiation bancaire. Elle s'est traduite, d'autre part, par la création d'une gamme très diversifiée de titres de créances négociables. Ces titres ont été créés par la loi du 14 décembre 1985 qui les a définis comme des "titres émis en France ou hors de France par un débiteur dont le domicile est situé en France, négociables sur un marché réglementé par une disposition législative particulière et non susceptibles d'être cotés".

---

<sup>13</sup> Eric Delattre in "Les nouveaux instruments financiers" Presses Universitaires de France mai 1994 p 64 et suiv.

Cette définition a été modifiée par la loi du 26 juillet 1991, aux termes de laquelle les titres de créance négociables sont devenus plus simplement "des titres émis au gré de l'émetteur, négociables sur un marché réglementé, qui représentent chacun un droit de créance pour une durée déterminée".

### ① Les produits

Les titres de créances négociables obéissent à un régime juridique commun. Ce sont des titres au porteur, dématérialisés (c'est à dire faisant nécessairement l'objet d'une inscription en compte chez un intermédiaire habilité), d'un montant unitaire minimal d'un million de francs <sup>14</sup> et à échéance fixe.

#### a) *Les certificats de dépôts*

Ce sont des titres de créance émis par les établissements de crédit et la Caisse des dépôts et consignations. La durée de vie des certificats de dépôt pouvait initialement atteindre 7 ans. Depuis la création des bons à moyen terme négociables, elle est comprise entre 10 jours et 2 ans. Les certificats de dépôts peuvent, sous certaines conditions, être rachetés par l'établissement de crédit émetteur avant l'échéance. Il est possible d'émettre des certificats de dépôts en devises.

#### b) *Les billets de trésorerie*

Ils sont émis par les entreprises, pour une durée comprise entre 10 jours et un an. Avant la création des bons à moyen terme négociables, leur durée maximale pouvait atteindre 7 ans. Ils peuvent être émis par des sociétés par actions au capital minimum de 1,5 million de francs, les entreprises du secteur public, quelle que soit leur forme, dont le montant des capitaux propres est égal ou supérieur à 1,5 million de francs, les groupements d'intérêt économiques et sociétés en nom collectif dont tous les membres appartiennent à l'une des catégories précitées ou enfin par les sociétés coopératives agricoles et leurs unions si leur chiffre d'affaires est supérieur à 1,5 million de francs. Les sociétés

---

<sup>14</sup> Ce montant était initialement de cinq millions de francs. Mais il a été ramené à un million de francs en 1988 afin de faciliter l'accès des petites et moyennes entreprises au marché monétaire.

émettrices doivent en outre avoir au moins deux ans d'existence et avoir établi au moins deux bilans certifiés. Par ailleurs, un certain nombre de dispositions légales et réglementaires visent à assurer une certaine protection aux souscripteurs ou détenteurs de billets de trésorerie.

*c) Les bons des sociétés financières et des institutions financières spécialisées*

Comme leur nom l'indique, ils sont émis respectivement par les institutions financières spécialisées qui sont des établissements de crédit auxquels l'Etat a confié une mission d'intérêt public et les sociétés financières qui sont également des établissements de crédit, mais à vocation spécialisée.

*d) Les bons du Trésor négociables*

Traditionnellement, le Trésor public émettait deux types de bons du Trésor : les bons du trésor "sur formule", d'un faible montant (entre 1.000 et 10.000 F) destinés aux particuliers qui peuvent les souscrire auprès des guichets du Trésor ou des établissements de crédit et les bons du Trésor en "compte courant", réservés jusqu'en 1985 aux banques et aux ENBAMM et devaient être dématérialisés dans des comptes tenus par la Banque de France.

La réforme de 1985 a conduit à élargir l'accès à cette dernière catégorie de bons à l'ensemble des intervenants sur le marché monétaire. Les bons en compte courant sont ainsi devenus les bons négociables.

Il en existe actuellement deux catégories :

➤ **Les bons du Trésor à taux fixe et intérêt précompté (BTF)** ont une durée de 13, 26 ou 52 semaines et sont émis à une valeur égale à leur valeur nominale réduite du montant de l'intérêt auquel ils donnent droit <sup>15</sup>.

➤ **Les bons du Trésor à taux fixe et intérêts annuels (BTAN)** sont émis pour une durée supérieure à un an (généralement 2 ou 5 ans) et leur intérêt est versé annuellement.

---

<sup>15</sup> Par exemple, un bon à 1 an portant intérêt nominal à 8 % sera émis à une valeur de 920.000 F et remboursé à une valeur de 1.000.000 F

### e) Les bons à moyen terme négociables

Ils ont été créés en février 1992 par regroupement des titres des trois premières catégories d'échéance supérieure à un an. Leur durée de vie est théoriquement illimitée, mais en pratique elle ne dépasse guère 5 ans, échéance au-delà de laquelle les émetteurs tendent plutôt à recourir à une émission d'obligations.

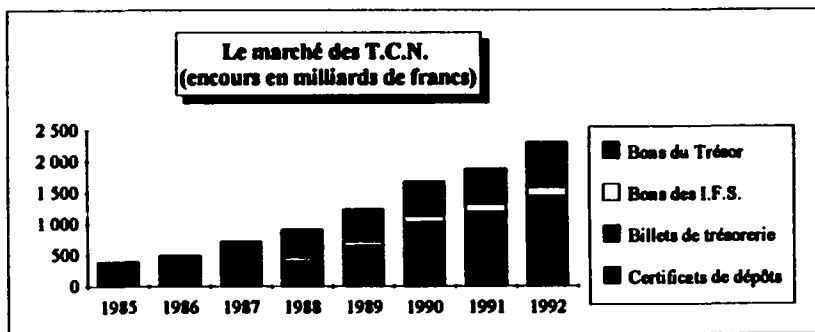
### ② Le fonctionnement du marché monétaire

Le fonctionnement du marché monétaire est identique à celui du marché interbancaire : marché de gré à gré, placé sous le contrôle de la Banque de France qui en assure la conservation par l'intermédiaire du système de règlement livraison dénommé SATURNE.

Il reste toutefois un marché essentiellement primaire (à l'exception des bons du Trésor) dans la mesure où les titres souscrits par les investisseurs à l'émission sont rarement négociés et restent détenus jusqu'à leur échéance. C'est également un marché dominé par un nombre limité de très gros émetteurs aussi bien pour les certificats de dépôts (Crédit Lyonnais, B.N.P., Société Générale, Caisse des dépôts et consignations...) que pour les billets de trésorerie (EDF, SNCF, Elf-Aquitaine, Rhône Poulenc, PSA...). Par ailleurs, l'Etat qui a fait de l'émission des bons du Trésor négociables, l'un des instruments privilégiés du financement de son déficit budgétaire, y est très présent par l'intermédiaire du Trésor.

### ③ L'importance du marché monétaire

C'est un marché en forte croissance. Il est ainsi passé d'un encours total de 395 milliards de francs en 1985, à 2.300 milliards de francs en 1992. Les non résidents sont surtout présents sur les bons du Trésor, dont ils détenaient, fin décembre 1993 environ 23 %.



### **3. Le marché boursier**

Généralement, et c'est le cas en France, le marché des actions et celui des obligations est fusionné dans ce qu'il est convenu d'appeler le "marché boursier". Néanmoins, il faut bien voir qu'il existe une différence de nature importante entre les deux. Le marché obligataire est le marché sur lesquels s'échangent des titres de créances à long terme ou obligations rémunérées par un taux d'intérêt : c'est le marché de l'argent à long terme. En revanche, le marché des actions est celui sur lequel s'échangent des titres de propriété dans l'espoir de gains financiers sous forme de plus-values et de distribution de dividendes ou de prise de contrôle de sociétés.

#### **① Les produits**

##### **a) Les obligations**

Les obligations sont des titres de créances qui représentent une fraction d'un prêt à long terme consenti par le porteur de l'obligation à une société par actions, à une collectivité publique, à un établissement public ou à l'Etat.

Les obligations sont classées selon la qualité des émetteurs. Ainsi, les obligations dites de "première catégorie" correspondent aux emprunts d'Etat et des collectivités publiques ou semi-publiques garanties par l'Etat. Les obligations de "seconde catégorie" concernent les emprunts obligataires émis par les entreprises et les collectivités privées.

Le montant de l'intérêt annuel ou "coupon" est inversement proportionnel à la qualité de signature de l'émetteur. Les sociétés privées, présentant par nature des risques plus élevés de non paiement des intérêts et de non remboursement du capital doivent offrir des taux d'intérêts plus élevés que les émetteurs publics pour pouvoir placer leurs titres sur le marché.

Les obligations se sont considérablement diversifiées depuis le début des années 80. Ainsi, l'on distingue pour la France, trois grandes catégories d'obligations qui regroupent elles-mêmes plusieurs sous catégories.



## **1) Les obligations simples**

Ces obligations ne donnent qu'un droit de créance. Elles se différencient entre elles par la nature de la rémunération ou par les clauses d'amortissement. Cette catégorie comprend :

➤ **Les obligations classiques à taux fixe**, émises pour une durée déterminée, mais quelquefois avec des clauses de remboursement par anticipation, ces obligations produisent un intérêt fixe annuel.

➤ **Les obligations à taux variable ou révisable** : Cette catégorie d'obligations permet d'atténuer les risques encourus par les investisseurs (si les taux augmentent) ou par les émetteurs (si les taux baissent) en introduisant des clauses d'ajustement périodique du taux d'intérêt servi. Lorsque le coupon n'est calculé que quelques semaines avant l'échéance, les obligations sont dites à taux variable (ou flottant). Dans le cas des obligations à taux révisable, le coupon est calculé avant qu'il ne commence à courir et est donc connu à l'avance. Le taux d'intérêt versé varie périodiquement en fonction du taux de référence choisi soit sur le marché monétaire (par exemple Taux interbancaire offert à Paris), soit sur le marché obligataire (par exemple Taux moyen des emprunts d'Etat).

➤ **Les obligations à durée variable** ont toutes en commun de permettre soit au porteur, soit à l'émetteur, soit aux deux, à une échéance convenue à l'avance d'être prorogées à des taux proches du marché, ou bien fixés à l'avance ou bien d'être remboursées au moment du renouvellement. Entrent dans cette catégorie les obligations prorogables, les obligations à fenêtre, les obligations renouvelables du Trésor.

➤ **Les obligations assimilables** font l'objet de plusieurs émissions successives. Chaque émission nouvelle étant assimilée à la première, apporte simplement une modification au niveau, soit du montant du premier coupon, soit du prix d'émission. Les autres caractéristiques : montant du nominal, coupons ultérieurs, dates d'échéances annuelles, taux d'intérêt nominal, conditions d'amortissement demeurent strictement identiques à l'émission d'origine. Ces émissions standardisées permettent d'éviter la multiplication du nombre d'emprunts aux caractéristiques différentes et favorisent ainsi un volume suffisant de transactions sur le marché. Elles constituent actuellement l'essentiel des emprunts émis par l'Etat, sous forme d'obligations assimilables du Trésor (O.A.T.)

➤ **Les obligations à coupon zéro et à coupon capitalisé** ne donnent droit à aucun revenu. Le versement des intérêts se fait en bloc au moment du remboursement de l'obligation.

➤ **Les obligations indexées et assimilées** sont celles dont les performances sont fondées sur l'évolution d'une référence spécifique. L'indexation peut porter sur l'intérêt, le capital ou l'un et l'autre à la fois.

➤ **Les obligations démembrées** sont des obligations classiques à taux fixe dont les coupons et le nominal peuvent être séparés au gré de l'émetteur. Les échéances de coupon et l'échéance d'amortissement se négocient alors séparément. Cette formule est utilisée par l'Etat sur des O.A.T émises à 30 ans.

## 2) Les obligations assorties du droit d'accès à un autre titre

Ces obligations revêtent les caractéristiques d'une obligation simple mais comportent également un droit d'accès à un autre titre que ce droit, soit négociable ou non. Cette catégorie comprend :

➤ Les obligations à bons de souscription d'obligations ou d'actions sont des obligations auxquelles sont attachés un droit de souscrire, à une date et un prix déterminés à l'avance, des titres nouveaux ayant les mêmes caractéristiques. Le bon est détachable de l'obligation et négociable indépendamment de celle-ci. Le comportement des bons de souscription sur le marché est très proche de celui des options (voir *infra*).

➤ Les obligations à bons d'échange sont, comme les obligations à bons de souscription, assorties d'un bon d'échange détachable ou négociable, permettant l'échange de l'obligation initiale contre une autre obligation ou contre une action.

➤ Les obligations convertibles en actions peuvent être converties dans des conditions de délai et de parité prévues au contrat d'émission.

➤ Les obligations échangeables sont assorties d'une clause au terme de laquelle elles peuvent être échangées contre d'autres obligations ayant des caractéristiques différentes. On peut échanger une obligation à taux fixe contre une obligation à taux variable ou révisable et inversement.

➤ Les obligations remboursables en actions sont des titres dont la clause d'amortissement prévoit le remboursement en actions de l'émetteur.

## 3) Les titres hybrides

Il s'agit de titres qui tout en conservant le caractère obligataire présentent certaines particularités qui les rapprochent des actions.

➤ Les titres participatifs sont réservés aux sociétés par actions relevant des secteurs public et coopératif et aux établissements publics à caractère industriel et commercial. Ces titres négociables s'apparentent à des obligations. Ils ne sont remboursables qu'en cas de liquidation de la société ou à son initiative, à l'expiration d'un délai qui ne peut être inférieur à sept ans et dans les conditions prévues au contrat d'émission. Leur rémunération est constituée par un intérêt minimal garanti auquel s'ajoute un montant indexé sur le niveau d'activité ou les résultats de l'entreprise.

➤ Les titres subordonnés sont des obligations dont le remboursement, en cas de liquidation de l'émetteur, intervient après désintéressement complet des créanciers privilégiés et ordinaires, mais avant les prêts participatifs qui lui ont été accordés et les titres participatifs qu'il a émis. Leur durée peut être soit indéterminée comme pour les titres participatifs, soit déterminée comme pour les obligations classiques.

## **b) Les actions**

Les actions sont des titres de propriété qui confèrent à leurs détenteurs la qualité d'associé et leur donnent des droits proportionnels à leur participation dans l'entreprise. Ces droits sont le droit de vote, le droit à une fraction des bénéfices distribués chaque année, le droit préférentiel d'attribution et de souscription à toutes les augmentations de capital et le droit de participer à la liquidation de l'entreprise en cas de vente ou de liquidation. Comme pour les obligations, le produit initial ou classique a donné lieu à l'émergence de nouveaux types de produits.

### **1) Les actions à dividende prioritaire sans droit de vote**

Elles ne confèrent aucun droit de vote mais assurent en contrepartie une distribution prioritaire des profits et des dividendes plus élevés que les actions ordinaires. Elles sont moins chères (décotées) que les actions ordinaires et sont destinées à permettre à leurs émetteurs de conserver le contrôle dans la direction de leurs affaires.

### **2) Les actions "privilegiées", de "priorité" ou "préférentielles"**

Elles offrent à leurs titulaires des avantages supérieurs à ceux des actions ordinaires de la société émettrice. Ces avantages peuvent notamment se présenter sous la forme d'un privilège dans l'ordre de répartition du dividende, d'une majoration de celui-ci par rapport aux actions ordinaires ou d'un privilège de vote aux assemblées générales (actions à vote plural accordées aux actionnaires détenteurs d'actions nominatives depuis au moins deux ans).

### **3) Les bons de souscription d'actions**

Appelés également "warrants", ils donnent droit au porteur de souscrire une action nouvelle de la société émettrice, à partir d'une certaine date, à un prix déterminé à l'avance : "le prix d'exercice". Ces bons peuvent être attachés à une action lors de l'émission "d'actions à bons de souscription d'actions". Ces actions sont alors émises à un prix supérieur au cours de bourse. Ils peuvent aussi être émis isolément. Quelle que soit leur forme d'émission, attachés ou non à des titres supports, ils sont négociables séparément. Ils sont cotés comme des actions pendant toute leur durée de vie qui ne peut excéder 5 ans. Leur cours évolue en fonction du cours des actions qu'ils permettent de souscrire. Ce sont des produits à fort effet de levier.

### **4) Les certificats d'investissement**

Ils résultent du démembrement des droits attachés aux actions et qui conduit à distinguer les certificats d'investissement proprement dits qui correspondent aux droits pécuniaires (droits aux dividendes, droits aux boni de liquidation) attachés aux actions, des certificats de droits de vote qui revêtent obligatoirement la forme nominative et sont répartis entre les actionnaires. Un certificat de droit de vote ne peut être cédé qu'accompagné d'un certificat d'investissement ou qu'au porteur d'un certificat d'investissement. La cession entraîne de plein droit la reconstitution de l'action. Ces valeurs ont été créées pour permettre aux sociétés nationalisées d'émettre des titres en capital dans le public, sans diluer le pouvoir de contrôle de l'Etat. Ils sont actuellement en voie d'extinction.

## ② Le fonctionnement du marché boursier

En France, le marché boursier est régi selon deux grands principes.

- a) *C'est un marché national unifié, fonctionnant en continu et disposant d'une chambre de compensation*

Les anciennes bourses locales de valeurs : Bordeaux, Lille, Lyon, Marseille, Nancy et Nantes constituent depuis janvier 1991, avec Paris, un marché national unifié qui rassemble toutes les valeurs cotées sur un même système informatique de négociation appelé CAC (cotation assistée en continu). Corrélativement, les sociétés de bourse, dont la compétence était traditionnellement limitée à la négociation des seules valeurs inscrites sur leur place de rattachement, sont désormais habilitées à négocier l'ensemble des valeurs du marché national.

La cotation est automatisée, c'est à dire qu'elle se fait par l'intermédiaire d'un réseau informatique privé, et se fait en continu pour les titres les plus liquides et au "fixing" (un seul cours fixé par jour et par valeur) pour les titres les moins liquides. Tout au long de la journée, les nouveaux ordres se présentent à des conditions différentes des ordres déjà exécutés. La cotation en continu conduit ainsi à avoir, pour une même séance, une succession de cours.

Depuis la refonte du système de règlement livraison et la mise en place de Relit, en 1991, le dénouement des opérations traitées par les sociétés de bourse fait intervenir une "chambre de compensation et de garantie" (ISB) gérée par la Société des bourses françaises (SBF). Cette chambre de compensation s'interpose entre la société de bourse qui vend et celle qui achète, compense l'ensemble des négociations sur le marché de telle sorte que les mouvements en titres et en capitaux entre elle-même et chaque société de bourse ne portent que sur des soldes nets. <sup>16</sup>

---

<sup>16</sup> La Chambre de compensation n'intervient que pour les négociations ayant lieu dans le cadre de la cote officielle et au second marché.

**b) C'est un marché compartimenté**

Le marché des valeurs mobilières est organisé en trois compartiments : la cote officielle qui comprend le règlement mensuel et le comptant, le second marché et le marché hors cote. Ces marchés correspondent à des obligations différentes pour les émetteurs notamment en matière d'ouverture du capital et d'information du public. L'admission à la cote officielle ou sur le second marché est décidée par le Conseil des bourses de valeurs. L'introduction d'une valeur sur le marché hors cote s'effectue à l'initiative de la société de bourse chargée de cette négociation.

Une valeur ne peut être inscrite et négociée que sur un seul compartiment à la fois. C'est le principe de l'unicité de cotation introduit en 1983. Les transactions sont réalisées par des intermédiaires, sans que le vendeur ait connaissance de l'identité de l'acheteur et vice versa.

**α La cote officielle**

Principal lieu de cotation, la cote officielle, se subdivise elle-même en deux marchés : le marché au comptant et le marché à règlement mensuel.

**▷ Le comptant**

Le "comptant" est ainsi dénommé car c'est le marché à règlement immédiat : le dénouement de l'opération a lieu quelques jours après la négociation par règlement et livraison simultanés. La vente ou l'achat à découvert sont interdits. Il comprend environ 550 sociétés françaises et 150 sociétés étrangères, la totalité des obligations ainsi que des obligations convertibles des bons de souscription d'actions et des titres participatifs.

Pour y faire admettre leurs actions, les sociétés doivent remplir des conditions plus contraignantes que pour les autres marchés. Elles doivent notamment mettre 25 % au moins de leur capital social à la disposition du public ou une quantité de titres équivalant à 5 millions de francs au moins. Elles doivent avoir publié les comptes des trois derniers exercices et fait certifier ceux des deux derniers. Elles doivent fournir de manière régulière et fiable aux autorités et au public des informations d'ordre économique et financier (résultats trimestriels, bilans, comptes consolidés et prévisionnels). Ces conditions d'admission remplies, ce qui détermine l'inscription d'une valeur sur le comptant de la cote officielle plutôt qu'au règlement mensuel n'est ni la taille ni la qualité de l'entreprise, mais le volume quotidien des échanges sur cette valeur. Les

échanges sont, en principe, moins importants au comptant qu'au règlement mensuel. Toutefois, il n'y a pas de cloison étanche entre les deux marchés : des valeurs au comptant peuvent passer au règlement mensuel ou inversement, si le volume des échanges vient à se modifier durablement.

Les conditions d'admission des obligations sont, *mutatis mutandis*, les mêmes que celles des actions. La demande d'admission doit porter sur tous les titres d'une même émission et le montant doit être d'au moins 100 millions de francs.

### ➤ Le Règlement mensuel

Le Règlement mensuel (RM) créé en octobre 1983, est le plus important des marchés de la Bourse. C'est aussi le plus recherché par les investisseurs français et étrangers. C'est pour l'essentiel un marché d'actions. Y sont cotées 202 valeurs françaises, 82 valeurs étrangères et 1 valeur zone franc. Les conditions d'admission au RM sont les mêmes que celles du comptant, sous réserve qu'elles bénéficient d'un volume d'échange important. La caractéristique principale du RM est qu'il s'agit d'un marché à terme, dans la mesure où le dénouement des transactions n'est pas immédiat comme sur les marchés au comptant, mais est reporté en fin de mois à une date déterminée : le jour de liquidation. Toutefois, les opérateurs qui négocient des titres cotés au RM ne sont pas obligés d'attendre la liquidation de fin de mois et peuvent toujours demander le dénouement immédiat de leur transaction <sup>17</sup>. L'ordre est alors dénoué immédiatement, moyennant le versement d'une commission spécifique dite de "règlement anticipé" qui s'ajoute aux frais nominaux de négociation. Les opérations réalisées sur le RM sont des opérations à terme ferme en ce sens que ni l'acheteur ni le vendeur ne peuvent se dédire. Elles diffèrent ainsi des opérations à terme conditionnel qui offrent la possibilité à l'acheteur de se désister moyennant le paiement d'un dédit. Cependant, les opérateurs peuvent céder leurs titres avant la liquidation, ou effectuer des ventes à découvert, contrairement au comptant.

---

<sup>17</sup> Ce dénouement immédiat est d'ailleurs obligatoire pour tout volume de titres ne représentant qu'une fraction de la quotité admise à la négociation au RM. Cette quotité est définie pour chaque société émettrice.

## **β Le second marché**

Inauguré officiellement en février 1983, le second marché a été créé pour offrir aux entreprises de taille moyenne un marché financier permanent susceptible de les accompagner dans leur développement. Y sont négociées essentiellement des actions, mais aussi quelques obligations émises par les sociétés cotées sur ce marché. Pour être admise au second marché, une société doit présenter des comptes expertisés, faire des bénéfices depuis au moins trois ans, avoir une capitalisation boursière (nombre d'actions multiplié par la valeur de l'action) d'environ 10 millions de francs et mettre à la disposition du public 10 % au moins de son capital. Elle s'engage par ailleurs, à dispenser des informations régulières sur ses résultats et ses activités. La procédure d'admission est simplifiée et moins coûteuse que celle requise pour l'introduction d'une société à la cote officielle.

## **γ Le hors cote**

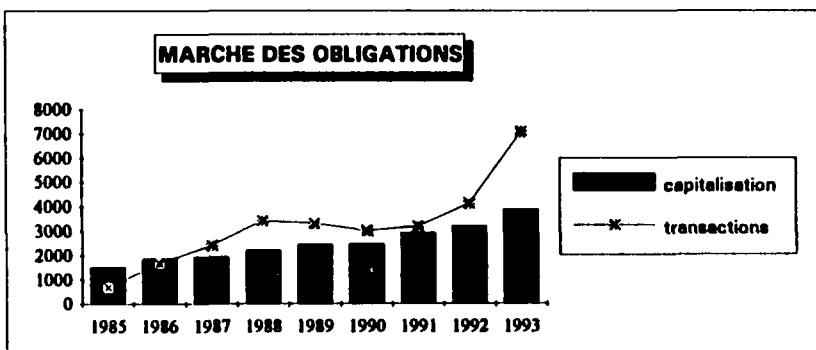
Le hors cote, créé en 1962, est ouvert à toutes les sociétés par actions non inscrites à la cote officielle ou au second marché. Plusieurs milliers de sociétés françaises et étrangères sont actuellement inscrites au hors cote à Paris comme en Province. Le hors cote est un marché de gré à gré : son accès n'est pas conditionné par la mise à la disposition du public d'un certain pourcentage du capital social. Une société peut d'ailleurs s'y trouver inscrite à la seule demande de l'un de ses actionnaires désireux de trouver pour ses titres un acheteur potentiel. Mais le plus souvent, l'initiative de la cotation émane de la société elle-même. Il suffit pour que la cotation commence, de s'adresser à un intermédiaire agréé, de fournir les statuts et les deux derniers bilans et de faire publier la demande de cotation pendant trois jours au moins au relevé quotidien du hors cote.

### **③ L'importance du marché boursier**

#### **a) Le marché obligataire**

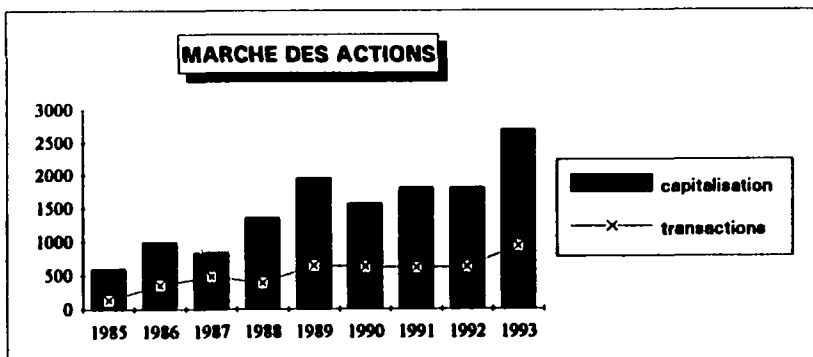
Le marché obligataire constitue le compartiment le plus important du marché boursier français tant par sa capitalisation que par le volume des transactions. Ainsi l'encours des obligations (coupon couru compris) représentait en 1993, 3.876,8 milliards de

francs, contre 3.194,1 en 1992 et 2.907 en 1991.<sup>18</sup> Avec 78 %, les obligations à taux fixe en constituaient la composante majeure, les obligations à taux variable n'en constituaient que 21 % et les titres participatifs seulement 0,7 %.<sup>19</sup> Le volume des transactions a atteint en 1993 7.076,7 milliards de francs. C'est un marché de titres publics et très internationalisé puisque l'on estimait à environ 35 % la part d'obligations détenue par les non résidents.



#### b) Le marché des actions

La marché des actions est un marché plus restreint, mais son développement au cours des dernières années a été beaucoup plus important que celui des obligations. La capitalisation boursière des actions représentait en 1993, 2.692 milliards de francs contre 1.808 en 1992 et 1.803 en 1991. Le volume des transactions était en 1993 de 930,5 milliards de francs.



<sup>18</sup> Chiffres extraits du rapport annuel de la COB pour 1993 au Président de la République p 81.

<sup>19</sup> Chiffres calculés à partir des données figurant dans le supplément statistique du bulletin de la Banque de France 1<sup>er</sup> trimestre 1994 p.96



Replacé dans son contexte international, le marché des actions français, quatrième marché mondial, loin derrière Londres, se caractérise par un quotient de capitalisation du P.I.B. à mi-chemin entre les pays anglo-saxons et le Japon, d'une part et l'Allemagne et l'Italie, d'autre part. Autre caractéristique importante du marché français, la part importante des titres détenus par des investisseurs étrangers : 35 %. Seule, en Europe, la Bourse d'Amsterdam est plus accueillante.

### Caractéristiques des sept principaux marchés d'actions au 31 décembre 1993

	Capitalisation boursière		Structure de l'actionariat					
	En milliards de \$	En % du P.I.B.	Etrangers	Nationaux				
				Particuliers	Fonds mutuels	Etat	Entreprises	Institutions financières
New-York	5 250.0	86.0	5.5	38.9	36.0		10.7	8.9
Tokyo	2 906.0	79.0	6.3	20.7	11.2		32.2	29.6
Londres	1 150.0	108.0	13.0	20.0	38.5	1.2	3.3	24.0
Paris	456.0	35.0	31.9	31.7	13.7	5.9	12.5	4.3
Francfort	442.0	25.0	18.7	18.4	3.3	6.0	41.7	11.9
Milan	136.0	11.0	15.8	16.9	2.3	37.9	14.2	12.9
Hong-Kong	385.0	433.0	47.0	15.0			26.0	12.0

Source : L'expansion 3/16 mars 1994

#### 4. Le marché des devises

En France, le marché des devises est un marché de gré à gré, sur lequel s'échangent de gros volumes, fonctionnant en continu et largement internationalisé.

##### ① Marché de gré à gré.

Cela signifie que la confrontation des ordres d'achat et de vente se fait de façon bilatérale, à un cours fixé par les parties et non pas de façon localisée par une confrontation globale des ordres. Cela s'est traduit par l'abandon, depuis 1992, de la procédure dite du "fixing" qui consistait en une cotation quotidienne des cours des monnaies les unes contre les autres. Les transactions se font par

simple coup de téléphone entre "opérateurs" ou "cambistes". Ceux-ci disposent en permanence d'informations qui leur sont fournies par des agences privées d'information (Reuter (G.B.) , Telerate (E.U.) et Bloomberg (E.U.) ). Ces informations, véhiculées par l'intermédiaire de systèmes informatiques donnent en permanence les offres des différents intervenants pour tel type de monnaie, et pour tel segment du marché.

### ② **Marché en continu, largement internationalisé**

Compte tenu de l'internationalisation des marchés et du décalage horaire entre les différentes places internationales, il est possible, à tout opérateur de se procurer des devises à n'importe quel moment du jour et de la nuit.

Toutefois, dans la pratique, les transactions respectent assez bien les réalités temporelles de chaque place. Par exemple, l'activité sur le deutsche mark s'effectue rarement dans la période où les marchés européens sont fermés.

### ③ **Marché "de gros" et au comptant**

Le montant minimum de la transaction est de l'ordre du million de dollars, mais dans la pratique, rares sont les interventions inférieures à dix millions de dollars. Les volumes quotidiens atteignent fréquemment 20 milliards de dollars pour le marché français, contre 30-35 milliards pour le marché allemand et 100 milliards de dollars pour le marché britannique.

C'est un marché au comptant, dont les différents segments vont du jour le jour (marché "overnight" J ; "spotnext" J+1 ; "tomnext" J +2 ; "week next" règlement à une semaine...) à un mois voire à un an.

Toutefois, les opérations sur le marché au comptant sont très souvent doublées sur le marché du terme ou marché des SWAPS. Les SWAPS de devises (à ne pas confondre avec les SWAPS de taux d'intérêt) sont des instruments de trésorerie. Il s'agit simplement d'un emprunt à terme permettant d'effectuer une opération immédiate (voir infra p.39).

## **5. Les marchés de produits dérivés**

Les "marchés de produits dérivés", ou encore "marchés dérivés" sont ainsi nommés parce que les actifs négociés portent eux-mêmes sur d'autres actifs. Ils comprennent essentiellement trois groupes d'instruments financiers : les contrats à terme, les contrats d'échange et les contrats d'option. L'essor de ces marchés, en France mais aussi dans le reste du monde, a été tout à fait considérable, et constitue sans nul doute l'un des phénomènes majeurs de la dernière décennie. A tel point que les volumes traités dépassent - parfois largement - les volumes traités sur les marchés sous-jacents.

Ces contrats permettent de couvrir les risques de taux, de change ou de cours qui pèsent sur l'exploitation d'une entreprise. Ils permettent également de couvrir des risques spécifiques mesurables au moyen d'indices appropriés. Ils consistent pour deux parties à fixer par anticipation les conditions financières d'une transaction future portant sur un actif physique (titres par exemple) dit actif "sous-jacent".

En France, on compte deux marchés organisés de produits dérivés qui sont le MATIF pour les contrats à terme et le MONEP pour les contrats d'options. Mais il faut également y rajouter le marché des SWAPS.

### **① Le marché réglementé des contrats à terme : le MATIF**

Le marché à terme international de France a été créé par la loi n° 85-695 du 11 juillet 1985 sur le modèle des marchés à terme ou "futures markets" qui existaient déjà aux Etats-Unis ou en Grande-Bretagne. Le sigle signifiait à l'époque marché à terme d'instruments financiers.

Ouvert en février 1986, il a été placé sous la tutelle du ministère de l'économie et des finances. Son entreprise de marché, la chambre de compensation des instruments financiers de Paris, (CCIP) a été transformée en février 1988 en MATIF S.A. qui exerce à la fois des fonctions de chambre de compensation et de surveillance du marché, par délégation du Conseil du marché à terme.

La loi n° 87-1158 du 31 décembre 1987 a unifié ce marché avec les marchés à terme de marchandises des bourses de

commerce. Depuis cette réorganisation, le sigle MATIF signifie marché à terme international de France.

Le MATIF est un marché où sont négociés des contrats standardisés représentatifs d'une livraison future de titres ou de valeurs, emprunts obligataires ou bons du Trésor par exemple, selon des modalités convenues à la conclusion du contrat. Les deux parties s'engagent l'une à acheter, l'autre à livrer les titres ou valeurs à une échéance fixée et à un prix convenu à l'avance.

Ce marché a pour objet de permettre aux opérateurs de se prémunir contre les conséquences d'une évolution défavorable des taux d'intérêt sur un actif financier. C'est donc d'abord un marché de "papier financier", la livraison d'actifs physiques n'intervenant qu'en fin de contrat, lorsque la position prise sur le marché n'aura pas été dénouée avant terme par la prise d'une position inverse. En fait, peu de contrats se dénouent effectivement par la livraison d'un actif physique, compte tenu de la possibilité pour le souscripteur de dénouer le contrat avant l'échéance du terme. Par ailleurs, certains contrats ne se dénouent jamais par une livraison de l'actif physique sous-jacent, compte tenu de l'impossibilité de le livrer. C'est le cas par exemple des contrats sur l'indice CAC 40, ou sur le PIBOR (taux du marché interbancaire).

Les contrats offerts sur le Matif permettent de se prémunir contre trois types de risques : les risques de taux, de marché et de cours de marchandise (voir encadré). Il convient de noter que le MATIF propose également des contrats d'options (options sur l'emprunt notional 10 % et l'emprunt notional Ecu, le PIBOR 3 mois, l'EURODEM 3 mois et les marchandises).

#### Les contrats offerts sur le MATIF

➤ **Le risque de taux :** le MATIF propose des contrats de taux qui permettent de couvrir les risques à court, moyen ou long terme. Il s'agit :

• **du contrat notional 10 % :** le contrat porte sur un emprunt d'Etat théorique à taux fixe de 10 % l'an d'une durée de 7 à 10 ans, avec remboursement *in fine*. Il permet aux détenteurs de titres longs à taux fixe de se prémunir contre une éventuelle hausse des taux à l'émission ;

• **du contrat sur emprunt notional Ecu :** son principe est identique à celui du notional 10 % et est évalué en fonction de différentes obligations à taux fixes émises par les Etats et les institutions supranationales ;

• **du contrat sur PIBOR 3 mois (Paris Interbank Offered Rate)** ne porte pas sur un capital, mais sur un taux de rendement *in fine* : à l'échéance, la garantie de taux donne lieu au paiement de la différence entre le taux implicite offert dans le contrat et la valeur du PIBOR 3 mois ;

\* du contrat sur bons du Trésor : il fonctionne comme le PIBOR 3 mois, mais est basé sur un taux d'intérêt public, les bons du Trésor ;

\* du contrat sur EURODEM 3 mois : c'est avant tout un contrat de taux de rendement, mais il intègre dans une certaine mesure le risque de change.

➤ le risque de marché, c'est à dire le risque encouru par tout investisseur intervenant sur les marchés d'actions, peut être couvert sur le MATIF par le contrat sur l'indice boursier CAC 40.

➤ le risque de cours de marchandise, c'est à dire celui encouru par les négociants de marchandises dont les prix ou les volumes sont susceptibles de connaître de fortes variations, peut être couvert par six contrats à terme portant respectivement sur le sucre blanc (deux contrats, dont un d'option), la pomme de terre, (deux contrats à terme ferme), le cacao et le café Robusta.

L'engagement de capitaux se limitant en principe au dépôt de garantie (*deposit*) versé à l'origine, via la Chambre de compensation chargée de garantir la bonne fin des opérations et d'assurer le bon fonctionnement du marché, l'effet de levier est très important. L'opérateur peut, avec une faible mise de fonds prendre des positions en capitaux très importantes. Par exemple un opérateur pourra prendre un engagement de 10 millions de francs avec une mise de seulement 400.000 francs (le dépôt est fixé à 4 %).

Le MATIF offre donc le double avantage de permettre aussi bien les opérations de couverture que les opérations de spéculation et d'offrir la sécurité qu'apporte l'intervention d'une chambre de compensation.

## ② Le marché réglementé des options négociables : le MONEP

Une option est un contrat qui confère à l'acheteur le droit, mais non l'obligation, d'acheter ou de vendre au vendeur, une certaine quantité déterminée d'un actif sous-jacent (action, indice), à un prix convenu (le prix d'exercice) à ou jusqu'à une date fixée à l'avance (la date d'échéance). Pour obtenir le droit qui lui confère la possibilité d'exercer ou de ne pas exercer l'option, l'acheteur doit verser immédiatement au vendeur une somme appelée prime ou premium, représentant la valeur de l'option.

Il existe deux grandes catégories d'options : les options d'achat, appelées "call" et les options de vente, appelées "put".

Les options d'achat ou de vente existent depuis fort longtemps. En France, par exemple, de telles options proposées sous forme de contrats conditionnels et liant l'acheteur et le vendeur de façon irrévocable jusqu'à l'échéance du terme, existent depuis 1960.

La nouveauté a consisté dans la mise en place d'un marché sur lequel les intervenants peuvent s'échanger ces options, d'où le nom d'options négociables. Comme sur le MATIF, cela suppose une standardisation des contrats et l'interposition d'une chambre de compensation.

A l'instar du marché d'options négociables mis en place à Chicago en 1973 (Chicago Board Options Exchange) la France a décidé, de mettre en place un marché organisé d'options : le Marché des options négociables de Paris ou MONEP, qui a ouvert ses portes et commencé à fonctionner en septembre 1987.

Le MONEP offre actuellement deux types de contrats d'options négociables.

Le premier porte sur les actions de très grandes sociétés françaises qui sont les valeurs vedettes de la Bourse. L'option sur actions confère à son acheteur le droit d'acheter ou de vendre un nombre déterminé d'actions d'une société donnée, à un prix convenu. Ce droit a une durée de vie limitée par une date d'échéance préfixée. Il peut être exercé à n'importe quel moment durant toute la vie de l'option. Chaque contrat d'options est conclu pour 100 actions, exceptionnellement 500 actions, quel que soit le niveau du cours de l'action sous-jacente. En matière d'option, les ordres s'expriment toujours en nombre de contrats, chacun d'entre eux portant sur 100 actions. Le fait d'exercer l'option annule le contrat qui se transforme en une transaction d'achat ou de vente ferme, sur le marché à règlement mensuel, du nombre des actions sous-jacentes fixé au contrat.

Le contrat d'options portant sur l'indice CAC 40 confère à son acheteur, moyennant le paiement d'une prime, le droit d'encaisser à tout moment le gain éventuel pouvant résulter de la différence entre la valeur de compensation ou de liquidation de l'indice et le prix d'exercice de l'option détenue. Contrairement aux options sur actions, l'exercice d'une option sur l'indice CAC 40 ne se traduit pas par la livraison de titres composant l'indice, mais par le règlement en espèces de la différence entre le niveau de l'indice au moment de la conclusion du contrat et son niveau au moment du dénouement.

MATIF

- CONTRATS A TERME FINANCIERS	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
<b>Emprunt d'Etat notional</b>								
Contrats	1 663 453	11 911 434	12 357 168	15 004 901	15 996 096	21 087 899	31 062 844	36 804 824
Position	nd	80 807	84 965	85 617	71 805	118 055	231 155	148 010
<b>Option sur emprunt notional (14.1.1989)</b>								
Contrats			3 161 916	7 149 559	7 410 305	8 411 903	10 047 391	11 572 671
Position			1 532 611	240 942	311 935	246 955	381 503	362 358
<b>Contrat à terme FIBOR 3 mois (8.9.1989)</b>								
Contrats			460 080	2 286 359	1 900 851	3 000 111	6 436 765	11 863 798
Position			19 018	14 343	23 834	47 484	145 884	263 808
<b>BT à 90 jours (1)</b>								
Contrats	50 117	106 856	15 975					
Position	nd	1 029	24					
<b>Option sur FIBOR 3 mois (1.3.1990)</b>								
Contrats					450 498	1 373 717	2 659 534	4 830 198
Position					59 860	100 896	201 994	243 999
<b>CAC 40 (8.11.1989)</b>								
Contrats			41 192	723 361	1 641 398	2 311 196	3 601 476	5 908 739
Position			12 090	8 427	10 292	23 016	41 161	79 236
<b>Contrat à terme ECU long terme (1.10.1990)</b>								
Contrats					56 292	546 273	1 354 012	873 002
Position					1 075	5 026	12 189	12 284
<b>Option ECU long terme</b>								
Contrats						21 179	82 820	7 797
Position						1 700	600	200
<b>Franc à Moyen terme (17.6.1993)</b>								
Contrats								99 260
Position								52
<b>Contrat à terme BTAN 4 ans (2)</b>								
Contrats				84 623	27 866			
Position				2 879	1 748			
<b>Franc à Long terme (28.01.1993)</b>								
Contrats								29 213
Position								nd
<b>Contrat à terme EURODEM 3 mois (1.11.1990)</b>								
Contrats				613 748	393 850	283		
Position				3 308	789	237		
<b>Option EURODEM 3 mois (1.04.1990)</b>								
Contrats					52 295	408		
Position					7 489	1 908		
<b>OFM 90 (9.11.1989)</b>								
Contrats			35 550	141 545				
Position			7 198	238				
<b>Titre long terme (1991)</b>								
Contrats						148 491		
Position						100		
<b>Option Titre long terme (1991)</b>								
Contrats						890		
Position						nd		
<b>TOTAL</b>								
Contrats	1 713 570	12 018 290	14 071 004	26 014 108	27 929 451	36 982 344	88 344 842	71 989 988
Position	0	81 836	1 688 986	308 785	488 828	343 349	1 014 485	1 189 947

(1) BT à 90 jours remplacé par le contrat à terme FIBOR à 3 mois

(2) BTAN à 4 ans remplacé par le Franc à Moyen terme

NB : Les grises marquent la création ou la disparition du contrat

**MONEP**

(Milliards de francs)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	TOTAL
<b>Options sur actions</b>								
Montants	1.87	5.57	7.62	5.56	3.75	3.80	4.63	32.80
Lots	388 406	2 353 368	2 927 804	2 658 139	2 389 122	2 132 470	2 768 403	15 617 714
<b>Options sur CAC 40 à court terme (1)</b>								
Montants	-	0.16	3.50	14.90	17.80	18.67	14.53	69.56
Lots	-	48 051	816 023	2 470 394	3 717 513	3 170 782	2 451 512	12 674 279
<b>Options sur CAC 40 à long terme (2)</b>								
Montants	-	-	-	-	0.60	3.12	6.73	10.45
Lots	-	-	-	-	86 881	547 493	1 760 763	2 395 139
<b>TOTAL</b>								
Montants	1.87	5.73	11.12	20.46	22.15	25.59	25.89	112.81
Lots	388 406	2 401 419	3 743 829	5 128 533	6 193 518	5 850 747	6 980 680	30 687 132

(1) Création le 8/11/1988

(2) Création le 17/10/1991

### ③ Le marché des SWAPS

Le marché des SWAPS ou contrats d'échange est un marché de gré à gré, sans autorité de tutelle et largement internationalisé. Les SWAPS les plus fréquemment utilisés concernent les devises. Ils combinent en général une opération d'échange avec une opération à terme. Par exemple, une banque commerciale qui souhaite vendre des dollars qu'elle n'a pas, pourra se les procurer en faisant un SWAP francs contre dollars à terme de trois mois : elle s'engage à livrer des francs dans trois mois à sa contrepartie, contre des dollars qu'elle aura reçu immédiatement.

Le SWAP, instrument de trésorerie sur un marché de gré à gré, se distingue des opérations dites de "terme sec" qui ont lieu sur des marchés organisés (essentiellement Chicago pour les futures et Philadelphie pour les options) qui ont pour fonction de couvrir de positions de changes ou au contraire de prendre de positions ouvertes, c'est à dire de spéculer. Par exemple, un exportateur français sait qu'il va recevoir 100 millions de marks dans trois mois, mais il ne sait pas quel sera le prix du mark contre franc dans trois mois. Il désire, par prudence, se couvrir du risque de change.

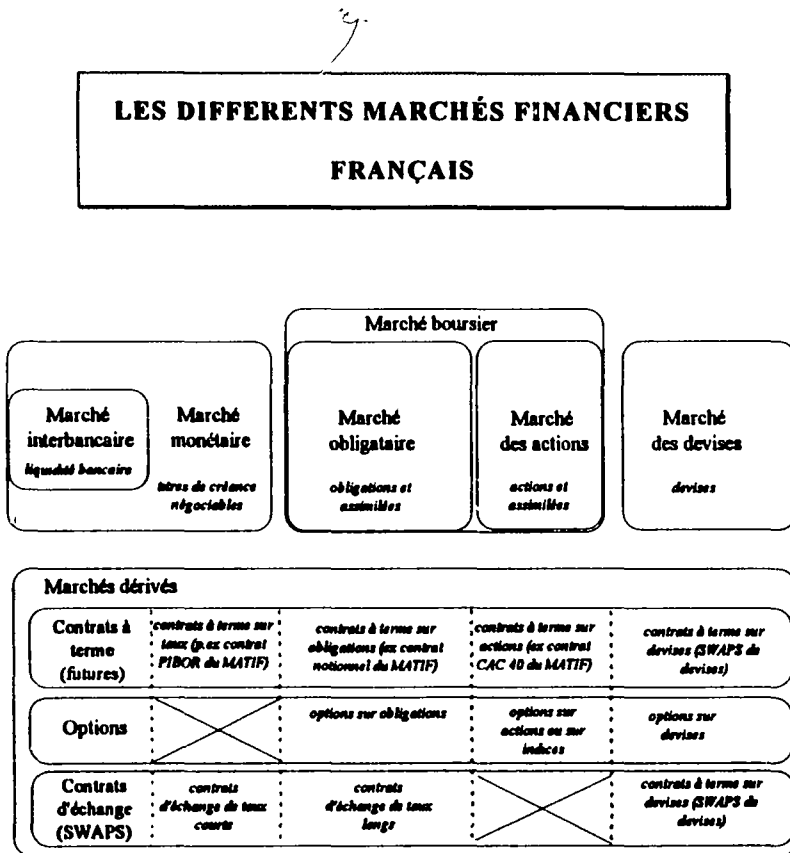
Il va donc demander à sa banque de lui donner des marks aujourd'hui contre des francs dans trois mois, à la valeur du mark aujourd'hui. La banque commerciale, moyennant rétribution, va



accepter de faire l'opération et ira elle-même se couvrir en effectuant l'opération inverse sur le marché de Chicago. C'est une opération de terme sec.

Il existe également des swaps de taux d'intérêt qui consistent à échanger des titres à taux fixes contre des titres à taux variable à une échéance et à un prix déterminés.

L'imbrication des différents marchés de capitaux peut être figurée par le schéma ci-après :



## SECTION II LES MÉTIERS FINANCIERS

Il convient de souligner en préalable la distinction importante entre la notion de "métier" qui désigne une activité économique, et celle de "profession" qui décrit un statut juridique.

Il existe en effet, indépendamment des réglementations en vigueur, différents métiers financiers plus ou moins autonomes les uns des autres et susceptibles de s'exercer sur tous les marchés. Ces métiers ont en commun la notion d'intermédiation, à l'exception toutefois de la négociation pour compte propre. On assimilera néanmoins celle-ci à l'intermédiation financière *lato sensu*<sup>20</sup>. Deux remarques doivent servir de fil conducteur à la présentation des différents métiers financiers.

En premier lieu, ces métiers évoluent considérablement dans le temps. Bon nombre de ceux seront décrits n'existaient pas à l'origine des marchés financiers. On s'apercevra également que tel métier qui ne constituait hier que l'une des modalités d'un métier plus vaste, est aujourd'hui devenu totalement autonome et reconnu comme tel par le droit positif. Si bien que toute description est forcément tributaire de l'état de développement des marchés et sa valeur ne peut être appréciée que *hic et nunc*.

En second lieu, il convient de souligner l'absence de classification solidement établie en raison précisément de l'évolution constante des métiers. C'est pourquoi, la présentation qui suit pourrait sans doute faire l'objet de contestations légitimes de la part de certains professionnels.

---

<sup>20</sup> L'intermédiation stricto sensu ne comprend en fait que les métiers susceptibles de mettre en présence un acheteur et un vendeur de titres financiers. En revanche, l'intermédiation financière entendue lato-sensu recouvre ce que les anglo-saxons désignent sous le terme de Securities industry, et que l'on pourrait traduire, à l'instar de l'Association française des sociétés de bourse, par celui de "métiers du titre".

## **I - LES DIFFERENTS METIERS DU TITRE**

La négociation, qui consiste à produire des ordres d'achat ou de vente, est le premier métier susceptible de se rencontrer sur un marché. L'on peut même dire qu'elle en est consubstantielle car sans négociateurs, point de marché. Toutefois, la pratique a conduit à distinguer deux métiers différents au sein de la négociation, en fonction des motivations à la base des ordres d'achat ou de vente. Ces deux métiers sont la négociation pour compte propre (*dealing* ou *trading*) et la négociation pour compte de tiers (*brokerage*).

### **1. La négociation pour compte propre**

Egalement désigné sous le nom de *trading*, ce métier est rémunéré par la réalisation de plus-values sur l'achat et la vente de titres. Il peut être exercé selon deux techniques différentes.

L'**arbitrage** consiste pour le négociateur à acheter et à vendre des titres pour compte propre. C'est une activité qui s'exerce, en quelque sorte, au coup par coup.

L'**animation de marché** suppose au contraire que le négociateur s'engage à définir pour certaines valeurs, des cours vendeurs et des cours acheteurs. Elle implique une présence permanente du négociateur sur le marché. L'on dira alors qu'il exerce des fonctions de teneur de marché (*market maker*).

### **2. La négociation pour compte de tiers**

Ce métier est en principe rémunéré par une commission. Il peut être exercé selon deux techniques différentes.

Le courtage consiste pour le négociateur à trouver sur le marché, en qualité de ducroire <sup>21</sup> ou non et moyennant une commission, une contrepartie pour l'ordre de son client.

La contrepartie consiste au contraire pour le négociateur, à accepter de prendre la position inverse de celle de son client. Il assure ainsi au client l'exécution immédiate de son ordre en prenant un risque qu'il espère voir rémunéré, en plus de la commission, par un écart de cours <sup>22</sup>. L'on distingue en France, la contrepartie ordinaire qui doit s'effectuer au meilleur prix du marché<sup>23</sup>, de la contrepartie sur blocs de titres qui peut s'effectuer à un prix librement débattu.

### 3. La transmission d'ordres

En marge de la négociation pour compte de tiers, s'est développé un métier spécifique qui est celui de la réception et de la transmission d'ordres d'achat ou de vente sur instruments financiers.

Ce métier, dont le développement est contemporain du mouvement de bancarisation, est surtout exercé par les établissements de crédit et va très souvent de pair avec le métier de conservateur-teneur de livres.

---

<sup>21</sup> La convention de ducroire est celle par laquelle un commissionnaire garantit au commettant l'exécution par la contrepartie du contrat qu'il a passé. Cette expression vient des mots Italiens del credere (de la confiance)

<sup>22</sup> L'article 6.1.1. du Règlement général du CBV définit l'opération de contrepartie comme celle qui "consiste pour un établissement à acheter ou à vendre des titres pour son compte propre, dans le cadre de son activité d'intermédiaire. L'établissement n'est pas autorisé à acheter ou à vendre des titres en contrepartie à son client lorsqu'il gère lui-même le compte de son client et a, de ce fait, l'initiative des investissements et des désinvestissements réalisés sur ce compte."

<sup>23</sup> C'est à dire "au mieux", mais pas nécessairement au prix le plus favorable de la séance.

#### **4. Le placement**

Le placement ou *underwriting* (parfois désigné en France sous le nom d'origination) consiste à assister les entreprises à l'occasion de l'émission de titres (généralement des actions ou des obligations).

Il peut être exercé selon plusieurs techniques.

Dans la prise ferme (*firm commitment underwriting*) l'originateur achète les titres à l'émetteur, à un prix convenu à l'avance, pour les replacer dans le public, soit directement, soit par l'intermédiaire d'un négociateur (*dealer*), moyennant une rémunération sous forme d'écarts de cours. Pour les plus grosses opérations, la prise ferme se fait souvent par adjudication.

Dans le placement proprement dit (*best effort underwriting*), l'originateur assure seulement le placement des titres dans le public moyennant une rémunération sous forme de commission, calculée en fonction du volume effectivement placé.

Dans le placement garanti (*stand-by commitment*), l'originateur s'engage en outre à se porter acquéreur de tout titre qui n'aurait pas été souscrit par les détenteurs de droits de souscription.

#### **5. La compensation**

Le métier de compensateur consiste pour un intermédiaire à prendre en charge le dénouement des opérations effectuées par un négociateur en assumant pour son compte la garantie juridique de bonne fin des opérations.

Il est important de ne pas confondre le métier de compensateur avec la fonction de compensation qui consiste, comme son nom l'indique, à compenser des créances et des dettes résultant de transactions et à n'adresser au marché que le solde net de ces transactions. En France, cette fonction est réservée, pour les marchés réglementés, à des Chambres de compensation.

Il n'en reste pas moins que ces deux activités sont liées. En effet, la mise en place d'une Chambre de compensation s'interposant entre tous les intermédiaires assurant la fonction de compensateur a pour objet de prévenir l'apparition de risques

systemiques susceptibles d'apparaître du fait de la défaillance de l'un des compensateurs.

Il faut en retenir que le métier de compensateur ne consiste pas à faire de la compensation au sens strict, mais tire son nom du fait qu'il désigne les adhérents à une chambre de compensation. Cette activité initialement considérée comme une modalité d'exercice du métier de négociateur pour compte de tiers, tend à s'ériger en métier autonome.

## **6. La conservation de titres**

La conservation consiste à assurer la garde du stock de valeurs. Elle peut se faire soit par l'intermédiaire de la location de coffres dans les pays où les titres ne sont pas dématérialisés soit par la gestion de comptes-titres dans le cas contraire.

Cette fonction recouvre en fait deux métiers assez différents selon que l'on se place au niveau du client final ou à celui des établissements.

Le premier est celui des simples conservateurs teneurs de livres qui sont généralement les établissements de crédits. Ils assument les fonctions de teneur de livre ou de dépositaire des valeurs ainsi que l'ingénierie financière liée aux valeurs mobilières, comme par exemple le détachement de coupons, le paiement des dividendes, la production des différents relevés fiscaux à produire au client ou à l'administration.

Le second est celui des conservateurs centraux qui assurent pour l'ensemble d'un marché, voire pour un groupe de marchés, non seulement la tenue des livres clients, mais aussi le règlement livraison des titres échangés. En France, par exemple, la Banque de France assure le rôle de conservateur central du marché des titres de créance négociables, par l'intermédiaire du système SATURNE, géré par la Banque de France. La SICOVAM, organisme de droit privé qui réunit la quasi-totalité des établissements de crédit de la place de Paris, assure de même, la fonction de conservateur central pour les valeurs mobilières, par l'intermédiaire du système RELIT.

## **7. La gestion de portefeuilles**

Ce métier constitue un prolongement de l'activité de conseil en investissement dans la mesure où le gestionnaire met en pratique les conseils qu'il donne à son client et gère les fonds de son client, dans le cadre d'un mandat de gestion plus ou moins limité. Il est généralement rémunéré par une commission.

Cette fonction de gestionnaire de portefeuille comporte néanmoins deux catégories bien distinctes qui débouchent sur deux métiers différents :

### **① La gestion de portefeuilles sur une base individuelle.**

Le gestionnaire de portefeuilles est celui qui assure, pour le compte de son client, et dans les limites du mandat qui lui a été conféré, la gestion au jour le jour du portefeuille de valeurs qui lui a été confié. Ce mandat doit être écrit. Il autorise le gestionnaire à procéder à tous les mouvements de fonds nécessaires afin de respecter les critères de gestion qui lui ont été dictés par son client.

### **② La gestion d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières**

Ce métier, désormais clairement identifié, consiste à faire masse des placements des investisseurs et en assurer la gestion de façon collective. Il conduit à l'émission d'actions ou de parts qui sont souvent assimilées, par les investisseurs, à des valeurs mobilières.

## **8. Le conseil en investissement**

Comme son nom l'indique, il consiste à dispenser des conseils aux investisseurs, sur les titres à acheter ou à vendre, et sur le moment de le faire. Dans tous les cas, c'est le client qui assume seul la responsabilité des ordres qu'il donne. Le conseil est généralement rémunéré par un tarif, sauf s'il exerce son activité de façon auxiliaire, comme le font généralement les banques dans notre pays sans exiger de rémunération. En réalité, les plus puissants conseils en investissement sont les journaux spécialisés.

## **9. Le démarchage financier**

Le démarchage financier consiste à essayer de placer certains produits directement auprès des épargnants. Il est exercé par des personnes physiques ou morales, qui sollicitent les investisseurs potentiels.

## **10. Le conseil aux entreprises**

Ce métier consiste à conseiller non plus l'épargnant, mais les entreprises pour les opérations qu'elles souhaitent réaliser sur les marchés financiers : émission d'actions, d'obligations, de titres de créances négociables, fusions et acquisitions (*mergers & acquisitions*).

## **11. Le prêt pour investir**

Il consiste à prêter des fonds pour réaliser des opérations sur les marchés financiers. L'organisme qui prête ainsi des fonds est généralement partie prenante à l'opération de marché. Il peut s'agir par exemple d'un prêt pour l'achat d'actions en vue de prendre le contrôle d'une société cotée en bourse.

Enfin, aux marges de l'intermédiation financière, il convient de mentionner l'analyse financière qui n'a pas de statut bien établi, puisqu'elle peut être exercée de façon connexe avec plusieurs des métiers que l'on vient de présenter. Elle joue néanmoins un rôle tout à fait fondamental dans l'efficacité des marchés que ce soit sous forme de conseils aux investisseurs (journalisme financier), aux émetteurs (conseil aux entreprises, gestion de portefeuilles) ou encore qu'elle soit totalement intégrée dans l'entreprise d'investissement.



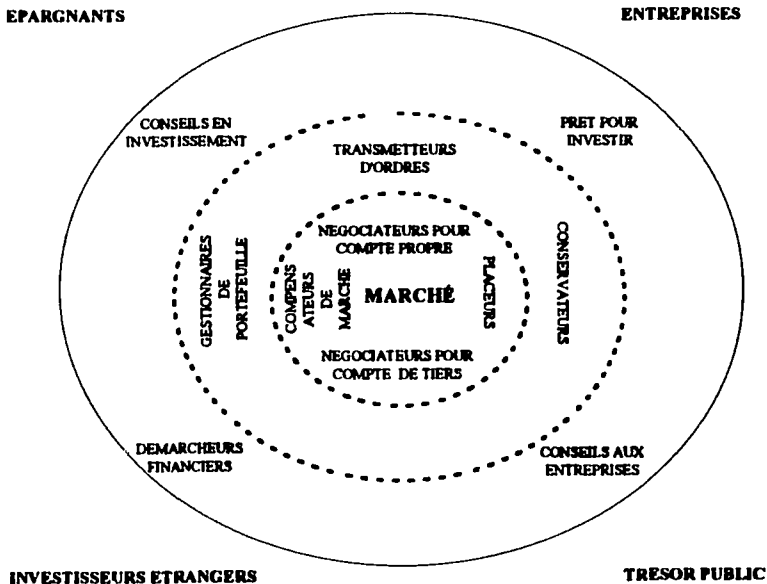
## II - HIERARCHIE ET SYNERGIES ENTRE METIERS DU TITRE

Il convient de relativiser le nombre apparemment élevé de métiers en tenant compte à la fois de la hiérarchie et des synergies existantes entre les différents métiers.

### 1. La hiérarchie des métiers du titre

Il existe, *de facto*, une forme de hiérarchie entre ce que l'on pourrait appeler des métiers principaux, sans lesquels il n'y pas de marché, (les négociateurs notamment) et des métiers que l'on pourrait qualifier de dérivés ou d'auxiliaires. Il s'ensuit que tous les métiers auxiliaires ne sont pas forcément exercés sur tous les marchés. Sans trop théoriser, l'on pourrait même avancer l'hypothèse de l'existence d'une loi de développement des marchés financiers qui voudrait que plus un marché est développé, plus le nombre de métiers effectivement exercés sur ce marché est important.

Cette hiérarchie ne nous semble pas devoir être présentée en termes de verticalité avec des métiers plus importants que d'autres, mais plutôt en termes concentriques en fonction de leur proximité du marché. Trois cercles différents de métiers semblent pouvoir être distingués :



## **2. Les synergies des métiers du titre**

Il existe entre métiers principaux et métiers auxiliaires des tendances centripètes qui aboutissent à la fusion de différents métiers et au contraire des tendances centrifuges qui consacrent l'autonomie, voire l'apparition de nouveaux métiers.

Ainsi, il semblerait y avoir une tendance à l'éclatement de l'activité de négociation qui transcende et dépasse la distinction classique entre négociation pour compte propre et négociation pour compte de tiers. Elle repose sur la distinction entre les négociateurs, chargés de l'exécution de l'ordre, et les compensateurs qui assurent le dénouement de l'opération (sa "bonne fin"). Elle reflète l'organisation des intermédiaires qui distingue presque toujours le département du *front office*, (négociation), de celui du *back office*, (compensation). Elle correspond à une certaine logique économique puisque la négociation pure (courtage) n'exige que des fonds propres relativement limités et une organisation assez légère. En revanche, l'activité de compensation requiert des moyens plus développés en hommes et en matériels. Il est donc normal que les compensateurs essayent de tirer profit des économies d'échelle en mettant leurs moyens techniques au service d'un ou plusieurs négociateurs.

Cette première séparation est manifeste aux Etats Unis avec le *discount brokerage*, activité de négociation pure sans valeur ajoutée, qui vise à offrir la meilleure exécution possible au coût le plus bas. Elle a été institutionnalisée en France avec la nouvelle segmentation des métiers des sociétés de bourse, qui a fait suite au rapport Barbier de la Serre. Mais elle semble, comme on le verra dans la partie du chapitre II consacrée à la France, avoir rencontré peu de succès chez les professionnels, qui préfèrent conserver un statut leur permettant de faire à la fois de la négociation et de la compensation.

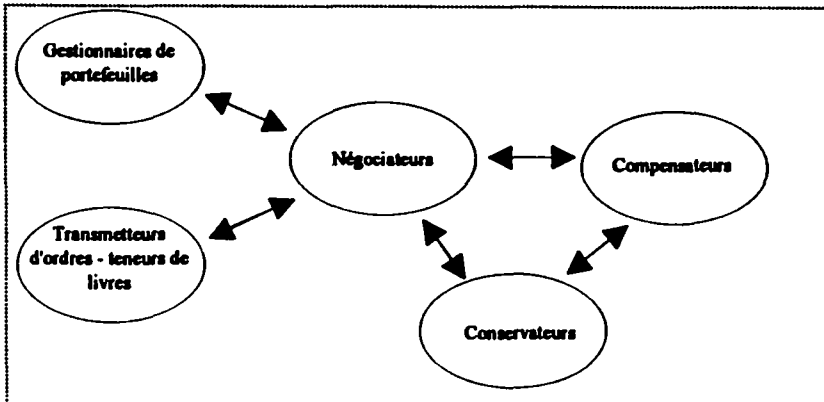
Au delà de la segmentation des métiers de négociateurs et de compensateurs, la fonction de conservateur de produits financiers, exercée en France aussi bien par les établissements de crédit que par les sociétés de bourse, a tendance à s'ériger elle aussi en métier autonome, abrité dans une structure entièrement dédiée.

De même, l'activité de gestion de portefeuille tend à s'affranchir de l'activité de négociation. Seulement 25 % des sociétés de bourse continuent de gérer directement des portefeuilles pour le compte de tiers et la tendance à loger ce type d'activité dans des filiales spécialisées et de plus en plus forte.

Il est donc possible de mettre en évidence, une filière "bourse-titre" ou une "chaîne-titre".

//

### La filière bourse-titres



En sens inverse, il existe une très forte synergie entre les métiers de transmetteur d'ordres, de conservateur-teneur de livres et de conseil en investissement. Cette synergie est exploitée en France par la plupart des établissements de crédit.

Surtout, il existe une synergie très forte entre les métiers d'octroi de crédit pour investissement et de conseil aux entreprises. Elle se manifeste aux Etats-Unis au travers de la notion d'investment bank qui recouvre des établissements de crédit spécialisés en ingénierie financière, mais capables également d'offrir la totalité des services d'investissement.

\* \* \*

\*

## CHAPITRE II

### LA DUALITÉ DES APPROCHES RÉGLEMENTAIRES

Tout exercice de réglementation comporte une partie libre et une partie imposée.

La partie imposée consiste pour le législateur à définir des statuts, ou si l'on préfère, des cadres juridiques réglementant l'accès, l'exercice et le contrôle d'une profession. Par exemple, en France, le législateur a défini le cadre des sociétés de bourse, celui des maisons de titres, celui des agents du marché interbancaire... Aux Etats-Unis le législateur a défini le cadre des *brokers*, celui des *dealers* ou encore celui des *underwriters*. C'est pourquoi il n'existe pas, à proprement parler, d'approche par statut : toute réglementation consiste, par définition, à définir des statuts.

La partie libre c'est le choix que va devoir exercer le législateur pour établir un lien entre, d'une part, ces statuts et, d'autre part, soit des métiers, soit des marchés. De ce choix résulte une différence d'approche tout à fait fondamentale.

Dans une approche par marchés, l'accès à un marché est réservé à une profession. L'on dira, par exemple, que les sociétés de bourse sont celles qui exercent sur le marché des valeurs mobilières, que les opérateurs du MATIF sont ceux qui exercent sur le MATIF... Une telle approche a souvent pour corollaire la mise en place de monopoles et les entreprises sont alors définies par rapport à ce monopole : qu'est-ce qu'une société de bourse ? C'est une entreprise qui bénéficie du monopole de la négociation sur le marché des valeurs mobilières.

Au contraire, dans une approche par métiers l'on réserve l'exercice d'un ou plusieurs métiers à une profession. L'on dira par exemple que les *brokers* sont ceux qui négocient pour compte de tiers, les *dealers* ceux qui négocient pour compte propre...

A partir de ces deux modèles de réglementation, on peut voir comment se placent les différentes approches, tant à l'étranger qu'en France.

## **SECTION I LES APPROCHES ÉTRANGÈRES**

Pour comprendre les influences subies par la directive sur les services d'investissement, le détour par l'étranger s'impose. De ce point de vue, l'on peut discerner assez facilement deux types d'organisation différents : l'organisation anglaise et américaine, d'une part, le modèle allemand d'autre part.

Les systèmes financiers américain et britannique traduisent une approche par métiers et consacrent l'autonomie de ces métiers par rapport à l'activité de banque. Ce type de régulation a sans doute joué un rôle important dans la mise en place d'une "économie de marché financier", dans laquelle les marchés financiers jouent un rôle prépondérant dans le financement de l'économie. Le modèle allemand reflète au contraire une approche par marchés, qui découle directement de la place faite aux établissements de crédit dans le financement de l'économie et qui place les services d'investissement en position subordonnée par rapport aux métiers du crédit. Ce type de régulation, a sans doute contribué à la mise en place d'un capitalisme autocontrôlé, dans lequel l'autofinancement des entreprises est très important. Dans ce modèle, lorsque les entreprises éprouvent le besoin de financements complémentaires pour réaliser leurs investissements, elles ont plus facilement recours au crédit bancaire qui aboutit bien souvent à une forme de partenariat décrit sous le nom de banque-industrie. Il ne suppose pas l'existence de marchés financiers très importants.

### **I - LE SYSTÈME FINANCIER AMÉRICAIN**

Le système américain consacre une approche réglementaire par métiers et un système de contrôle de type pyramidal.

## 1. Une approche réglementaire par métiers

Elle présente de ce point de vue deux caractéristiques majeures : elle établit un cloisonnement rigide entre le monde du crédit et celui du titre; elle opère une segmentation à la fois simple et stricte des métiers du titre.

### ① Un cloisonnement rigide entre le Titre et le Crédit

L'exclusion des établissements bancaires du monde des marchés financiers résulte du *Banking Act* de 1933, plus connu sous le nom de "*Glass Steagall Act*". Elle est une conséquence directe du krach boursier de 1929. De nombreuses banques avaient en effet investi dangereusement les dépôts de leurs clients en valeurs mobilières et accordé un volume trop élevé de crédits aux particuliers qui souhaitaient intervenir en bourse. La dépréciation subite des valeurs mobilières a acculé bon nombre de ces banques à la faillite et provoqué, ce faisant, la ruine des déposants.

Le législateur américain a donc souhaité distinguer deux statuts exclusifs l'un de l'autre (y compris sous forme de prise de participation) : les banques commerciales (*commercial banks*) qui doivent limiter leurs activités à la collecte des dépôts, à la gestion des moyens de paiement et aux opérations de crédit ; les banques d'investissement (*investment banks*) qui seules peuvent intervenir sur les marchés financiers. Par ailleurs, le "*Mac Fadden Act*" de 1927, qui limite la compétence géographique des banques à un seul Etat, interdisant ainsi la constitution de grands groupes nationaux (*national banking*) a été maintenu en vigueur.

Cette réglementation assez simple dans ses grandes lignes repose sur trois idées forces.

En premier lieu, les autorités américaines ont jugé essentiel de mettre les clients des banques commerciales et les banques elles-mêmes, à l'abri des risques que leur ferait courir un placement des dépôts sur les marchés financiers. Si les déposants souhaitent prendre des risques, libre à eux. Mais ils doivent le faire en connaissance de cause, auprès d'établissements spécialisés, et non le découvrir après que la banque a fait faillite. C'est l'idée en somme du cantonnement des risques.

En second lieu, il peut exister des conflits d'intérêt entre l'activité de banque et celle d'intermédiation financière. Il peut être

en effet tentant pour une banque commerciale, dont l'activité principale est le crédit bancaire, de dissuader ses clients, les entreprises, d'avoir recours aux marchés financiers pour obtenir des sources de financement, dans la mesure où la rémunération qu'elle touchera sous forme de taux d'intérêt sera bien souvent supérieure à celle qu'elle percevra sous forme de commission.

Enfin, les métiers du titre n'entretenant que de faibles synergies avec les métiers de la banque, il y a peu à gagner à laisser un même intervenant exercer les deux activités à la fois. C'est l'idée que la nature fondamentalement différente des métiers, la gestion des carrières et l'intéressement des dirigeants font qu'il est beaucoup plus profitable de préserver l'autonomie des intermédiaires financiers au lieu de diluer leur identité et donc leurs performances au sein d'un grand groupe.

En dépit de sa cohérence, cette approche a fait l'objet de plusieurs tentatives de remise en cause de la part des banques commerciales qui, à partir des années 1970 et sous la pression de la concurrence internationale, ont demandé à intervenir directement sur les marchés financiers. Ces tentatives ont partiellement réussi puisque, les banques peuvent intervenir sur les titres publics (Etat fédéral, Etats, collectivités locales) et, depuis, 1990, elles peuvent également participer à la syndication et au placement de titres (*underwriting*), à la condition toutefois de filialiser cette activité.

## ② Une segmentation simple et stricte des métiers du titre

En second lieu, la législation américaine (*Securities Act* de 1933 et *Securities Exchange Act* de 1934) segmente de façon simple les métiers du titre en quatre grandes professions.

➤ Les *dealers* sont ceux dont l'activité professionnelle consiste à acheter ou à vendre des titres pour leur compte propre, quelque soit le marché sur lequel ils interviennent.

➤ Les *brokers* réalisent des opérations pour compte de tiers. Cela inclut les métiers de démarcheur, de négociateur pour compte de tiers, et de conservateur de titres.

➤ Les *investment banks* qui, comme on l'a vu, sont rigoureusement distinctes des banques commerciales ordinaires, peuvent seules faire commerce des valeurs mobilières à côté des *dealers* et des *brokers*. Elles peuvent exercer trois types de métiers : le *dealing* (en étant éventuellement teneur de marché), le *brokerage* et l'*underwriting*.

➤ **Les conseils en investissement**, régis par l'*Investment Advisers Act* de 1940, ont pour activité professionnelle de conseiller, directement ou par publications, sur la qualité de valeurs mobilières ou sur l'opportunité d'investir dans celles-ci, ou d'émettre ou de publier des analyses ou des rapports relatifs à ces valeurs mobilières.

**2. Un système de contrôle de type pyramidal qui assure de façon satisfaisante la protection des investisseurs**

Le système de contrôle américain repose sur l'existence d'un double niveau de contrôle : des autorités de marché (les *self regulatory organizations*) d'une part, fédérées sous l'autorité d'une autorité unique très puissante (la *Securities and Exchange Commission*) d'autre part, placée sur un rang d'égalité avec l'autorité chargée du contrôle du crédit : la *Federal Reserve Board*. Ce système assure de façon satisfaisante la protection des investisseurs.

① **La Securities Exchange Commission (SEC)**

En vertu du *Securities Exchange Act* de 1934, le contrôle des professionnels des marchés et des marchés eux-mêmes est placé sous la direction d'une agence indépendante, la *Securities Exchange Commission* (commission des valeurs et des marchés) composée de cinq commissaires nommés pour cinq ans par le Président des États-Unis avec avis conforme du Sénat (procédure habituelle de nomination dans la fonction publique américaine). La nomination de ses membres est un acte politique : la loi prévoit qu'il ne peut y en avoir plus de trois qui appartiennent au même parti. Elle intervient annuellement, le collège étant renouvelé par cinquième.

De toutes les commissions de valeurs existant au monde, la SEC est la plus indépendante : elle n'a de compte à rendre qu'au Congrès et ne subit aucune tutelle de l'administration. Elle demeure un modèle, seulement partiellement imité à l'étranger.

La SEC a un pouvoir tutélaire sur l'ensemble du monde des marchés financiers (la "*Securities industry*") puisqu'elle a un pouvoir d'agrément (*registration*) et de réglementation aussi bien sur les marchés (dix bourses de valeurs) que sur les titres admis à la négociation. Le pouvoir d'agrément s'exerce par la voie de visas préalables qui autorisent l'enregistrement des personnes qui demandent l'agrément, ou des opérations soumises à agrément (par



exemple une offre publique). Le pouvoir réglementaire s'exerce par la voie de "*rules*" et "*regulations*" prises en application directe des lois relatives aux marchés financiers.

La SEC dispose également d'un pouvoir d'enquête, de poursuites et de sanctions disciplinaires à l'égard des intermédiaires financiers et des émetteurs. Elle a le pouvoir de convoquer des témoins et d'exiger la production de documents. Elle peut suspendre, révoquer, interdire et même infliger des sanctions pécuniaires aux "*brokers-dealers*" et "*investment advisers*". Au-delà, elle peut saisir le juge fédéral.

Deux procédures pré-contentieuses sont également prévues : le "*consent agreement*" par lequel une société en infraction s'engage à rechercher les contrevenants qui ont agi en son sein, le "*consent decree*" qui permet au juge de constater un accord entre la SEC et la personne poursuivie.

## ② Les Self regulatory organizations (SRO's)

Le *Securities Exchange Act* de 1934 donne à la SEC la possibilité de déléguer une partie de ses pouvoirs de réglementation et de contrôle à des autorités professionnelles auto-réglementées, les "*Self regulatory organizations*". Cette délégation demeure assortie d'un pouvoir d'évocation et d'appel.

Les organismes auto-réglementés sont les dix Bourses de valeurs dont les plus importantes sont le *New-York Stock Exchange* (NYSE), l'*American Stock Exchange* (AMEX) et le *Chicago Board Options Exchange* (CBOE). A ces Bourses s'ajoute la *National Association of Securities Dealers* (NASD), SRO qui supervise les professionnels agissant sur les marchés de gré à gré.

Tous les professionnels exerçant des métiers enregistrés auprès de la SEC doivent être membres d'une SRO, et ils doivent être simultanément membres d'une bourse et de la NASD s'ils négocient aussi bien sur un marché réglementé que sur un marché de gré à gré. On voit bien sur ce point le raisonnement suivi par la législation américaine : le métier précède le marché.

Une organisation analogue se retrouve sur les marchés à terme, dont le plus important du monde est le *Chicago Board of Trade* (CBOT) son organisme de tutelle est la *Commodities Futures Trade Commission* (CFTC), bâtie sur le modèle de la SEC.

### ③ La protection des investisseurs

Cette protection fait l'objet du *Securities Investor Protection Act* de 1970. Tous les porteurs de valeurs mobilières sont protégés par la *Securities Investor Protection Corporation* (SIPC) à laquelle sont tenus d'adhérer les intermédiaires tenant des comptes de tiers. Il s'agit en fait d'un système de garantie couvrant les déposants à hauteur de 500.000 dollars pour les titres, 100.000 dollars pour les espèces, et qui fonctionne hors du système bancaire.

## II - LE SYSTEME FINANCIER BRITANNIQUE

Le Royaume-Uni dont le marché financier est de loin le premier d'Europe, s'est doté en 1986 (*Financial Services Act*) d'un système de régulation largement inspiré par l'exemple américain.

Avant cette législation, souvent qualifiée de "*Big Bang*", les marchés financiers britanniques étaient largement autorégulés et vivaient sur une tradition d'opacité et de gré à gré très prégnantes encore aujourd'hui. Cela permet notamment à ces marchés de concentrer les plus importantes transactions sur blocs de titres en Europe, y compris sur valeurs françaises ou allemandes.

C'est d'ailleurs cette tradition, très différente du mode de fonctionnement des marchés américains, (marchés réglementés ou organisés assurant un minimum de transparence des transactions), qui empêche de parler d'un modèle anglo-saxon.

Avant le *Financial Services Act*, seule une loi répressive existait : le *Prevention of Frauds Act* de 1958, sorte de charte minimale des professionnels de l'intermédiation boursière, qui avaient par ailleurs élaborés eux-mêmes leurs règles déontologiques.

Il n'est donc pas surprenant de retrouver la même approche par métiers et le même système de contrôle pyramidal.

### 1. Le Securities and Investments Board (SIB)

Directement inspiré de la SEC américaine, le SIB est l'organisme de tutelle des marchés financiers.

Son président est nommé par le ministre du commerce et de l'industrie (*department of Trade and Industry*, équivalent du ministre français de l'économie) et par le Gouverneur de la Banque d'Angleterre. Son conseil d'administration (*Board*) est composé de quinze membres issus du monde financier.

Il existe néanmoins une différence avec la SEC, du point de vue de l'indépendance puisque, contrairement à la SEC, le SIB reste dépendant du ministère anglais de l'Economie.

Les moyens du SIB sont moins importants que ceux de la SEC : alors que celle-ci dispose de 2300 personnes le SIB ne peut compter que sur 180 collaborateurs recrutés par contrat.

Le SIB dispose d'un pouvoir réglementaire général en matière d'organisation des marchés financiers, avec comme objectif d'intérêt général de protéger les épargnants. Ce pouvoir réglementaire porte sur la situation prudentielle des intermédiaires, la protection des titres et fonds détenus par les clients, l'information financière, les règles de comportement en vigueur sur le marché (notamment entre intermédiaires) et enfin, les règles d'administration des marchés.

Le SIB dispose également d'un pouvoir d'agrément qui porte sur les marchés réglementés (les organisations professionnelles qui les dirigent) et sur les intermédiaires qui y interviennent.

Contrairement à la SEC (ou à la COB française), le SIB, n'a pas les moyens de réaliser des enquêtes. Celles-ci sont effectuées par le Trésor par délégation du ministère de commerce et de l'industrie.

Enfin le SIB dispose d'un pouvoir de sanction complémentaire de son pouvoir réglementaire et d'agrément. Il peut restreindre, suspendre ou interdire l'activité d'un intermédiaire. Il peut suspendre ou retirer un agrément. Il peut suspendre les cotations et les opérations sur titres.

Il peut également provoquer un contentieux judiciaire soit en saisissant le tribunal civil pour annuler une opération ou rembourser un investisseur, soit en saisissant le parquet pour les infractions pénales.

## **2. Les Self regulating Organizations (SRO's)**

Le deuxième échelon du système de régulation est, comme aux Etats-Unis, celui des autorités professionnelles auto-réglémentées. Leurs compétences manifestent assez bien l'organisation par métiers telle qu'elle existe au Royaume-Uni. Leur multiplicité est la condition du maintien du pouvoir de tutelle du SIB, qui conserve sur elles un pouvoir d'appel et d'évocation, et qui leur délègue une partie de son pouvoir réglementaire.

Il existe quatre principales SRO's, qui recouvrent chacune une grande famille de métiers :

- SFA, qui régleme la commercialisation des titres et la négociation des contrats à terme et d'options,
- FIMBRA, qui régleme les négociateurs indépendants,
- IMRO, qui régleme le conseil en investissement et les gestionnaires de portefeuilles (collectifs et individuels),
- LAUTRO, qui régleme la commercialisation des produits financiers auprès du grand public, surtout les produits d'assurance-vie.

Chaque SRO régleme son secteur d'activité. Les SRO's sont elles-mêmes créées et réglémentées par le SIB.

A côté des SRO's, existent deux types d'organisations :

- les organisations professionnelles reconnues qui agrègent les professionnels des métiers connexes des marchés financiers (comptables, actuaires, courtiers d'assurance...);
- les marchés reconnus par le SIB dont les principaux sont le London Stock Exchange, le marché des obligations domestiques, celui des euro-obligations et les marchés à terme (le LIFFE pour les instruments financiers, le FOX pour les matières premières, le LME pour les métaux).

### III - LE SYSTÈME FINANCIER ALLEMAND

L'approche allemande, pays de faible tradition de financement de l'économie par les marchés financiers, est radicalement différente de l'approche anglo-saxonne. Elle se caractérise par l'absence d'autonomie de la sphère financière par rapport à la sphère bancaire et, corrélativement, par un système de contrôle horizontal.

#### 1. L'absence d'autonomie de la sphère financière

Contrairement aux pays anglo-saxons où existe un cloisonnement entre les activités bancaires et les activités de marchés, tous les métiers financiers sont dominés en Allemagne par les établissements de crédit dont ils ne constituent qu'un département parmi d'autres.

Seulement trois statuts spécifiques de l'intermédiation financière sont reconnus. Leur poids économique est très faible et ils semblent même voués à la disparition pure et simple.

- Les *Wertpapierhändler*, qui sont les principaux intermédiaires, sont les agents de change des banques et sont les seuls autorisés à effectuer des transactions boursières pour le compte des clients ;
- Les *freie Makler* (agents de change libres) n'effectuent des transactions que pour le compte des banques ;
- Les *Kursmakler* (agents de change de la bourse), nommés par chacun des lander, qui ont un rôle traditionnel de coteur et servent d'intermédiaires entre banques sur ce point. Il faut noter que ce métier est expressément hors champ d'application de la directive.

Tous les autres métiers connexes de la négociation sont exercés par les banques.

## 2. Un système de contrôle de type horizontal

Le système de contrôle allemand repose essentiellement sur le contrôle des entreprises d'investissement, les établissements de crédit, par le truchement des autorités monétaires et bancaires.

S'agissant du contrôle des opérations, il n'y pas, comme dans le modèle anglo-saxon, d'autorité en charge de la supervision générale, mais au contraire, autant d'autorités qu'il y a de marchés.

L'Allemagne compte actuellement huit places boursières, dont la principale est celle de Francfort (70 % du total des transactions en 1992), ville dans laquelle se situe aussi l'équivalent du MATIF, la DTB (Deutsche Terminbörse) créée en 1990.

Sur chacune de ces bourses, existent deux commissions : la *Prüfungskommission*, chargée du contrôle des opérations et la *Borsenzulassugstelle*, (commission d'admission) chargée des introductions en bourse et du contrôle de l'information à cette occasion

Le commission de contrôle, dont le président est désigné par la commission d'admission sur proposition du président de la cour suprême du Land, comporte un collège de quatre membres nommés pour trois ans, désignés à raison de deux parmi les membres des organes boursiers et financiers et deux parmi les organisations patronales de l'industrie et du commerce.

Elle dispose, en application de la loi boursière du 28 avril 1975, du pouvoir réglementaire. Mais en réalité, les places boursières sont largement auto-réglementées par des directives (*Richtlinien*) sortes de contrats d'adhésion auxquels se soumettent volontairement les intervenants en bourse et que la commission est chargée de faire appliquer. Elle dispose également d'un pouvoir de contrôle des opérations qui est exercé au cas par cas sur saisine de la direction de la bourse. Enfin, elle dispose d'un pouvoir d'enquête qui complète le pouvoir de contrôle.

Il est important de noter que la commission de contrôle ne détient pas de pouvoir de sanction directe, mais doit transmettre les dossiers au ministère des finances et aux autorités judiciaires. Elle ne détient pas non plus de pouvoir d'agrément des intermédiaires des marchés, lequel est détenu par la bourse elle-même.

En réalité, le véritable organe de contrôle du marché est le conseil de surveillance de la bourse (*Borsenrörstand*), composé de

19 à 22 membres dont 13 représentants des établissements de crédit et qui exerce un pouvoir d'influence très fort sur la commission de contrôle. Ce conseil de surveillance désigne un exécutif, la direction de la bourse (*Geschäftsführung*), qui a le pouvoir de saisine de la commission.

### 3. Les perspectives d'évolution

Les marchés financiers allemands sont conscients de leurs handicaps et souhaitent rapatrier à Francfort une partie des transactions sur actions allemandes qui ont lieu actuellement à Londres. C'est pourquoi une fédération des bourses allemandes s'est constituée autour de la place de Francfort, en vue de développer un réseau informatique performant. Par ailleurs, une organisation plus moderne des métiers de l'intermédiation, mettant fin à certains archaïsmes, est à l'étude. Elle devrait aboutir à des propositions concrètes à l'occasion de la transposition de la directive sur les services d'investissement.

Il existe donc deux approches réglementaires différentes à la fois par la place qu'elles ménagent aux banques dans la sphère financière et la façon qu'elles ont d'approcher les professions, par métiers ou par marchés. Elles se traduisent par des systèmes de contrôle également différents, de type pyramidal dans un cas, horizontal dans l'autre.

## **SECTION II L'APPROCHE FRANÇAISE CONTEMPORAINE**

Il est très difficile de qualifier la réglementation française des professions financières au regard des deux approches que nous avons définies.

Le droit financier français est en effet constitué de strates successives de réglementations qui se sont superposées au gré des évolutions techniques. Si bien qu'il se caractérise aujourd'hui par une grande diversité de statuts, s'enchevêtrant les uns les autres, et à laquelle fait écho une multiplicité d'autorités de tutelles.

### **I - L'ENCHEVÊTREMENT DES STATUTS**

Notre droit financier ne compte pas moins de quinze statuts ou quasi-statuts, non exclusifs les uns des autres, susceptibles d'intervenir, à un titre ou à un autre, sur les marchés financiers.

#### **1. Les agents des marchés interbancaires**

Définis par l'article 69 de la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984, relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit, (dénommée "loi bancaire"), ils font partie de la catégorie plus vaste des intermédiaires en opérations de banque et "ont pour profession exclusive de servir d'intermédiaire entre les intervenants sur les marchés interbancaires". L'imprécision du terme "marchés interbancaires" recouvre en réalité le marché interbancaire du franc et le marché interbancaire de l'écu. En outre les agents des marchés interbancaires peuvent également intervenir sur le MATIF (article 8 de la loi du 28 mars 1885) et sur le marché monétaire.



Ils doivent être agréés par le comité des établissements de crédit et sont soumis au contrôle de commission bancaire depuis la loi du 4 août 1993 sur l'indépendance de la Banque de France.

## 2. Les sociétés de bourse

Sociétés commerciales de droit commun, les sociétés de bourse, définies par l'article premier de la loi n° 88-70 du 22 janvier 1988 sur les bourses de valeur (dénommée loi boursière), se sont substituées aux anciens agents de change qui étaient des personnes physiques ayant la qualité d'officiers ministériels. Elles sont habilitées à exercer l'ensemble des métiers financiers, à l'exception de l'octroi de crédit et du placement garanti sur le marché des actions, des obligations, des options et des contrats à terme. En outre, elles ont le monopole <sup>24</sup> de la négociation des valeurs mobilières (actions et obligations) admises aux négociations par le Conseil des bourses de valeur, ainsi que, dans une certaine mesure, des options négociables sur le marché des options (MONEP). Les sociétés de bourse peuvent également gérer des portefeuilles et exercer les activités qui sont celles des maisons de titres.

Elles sont agréées par le Conseil des Bourses de Valeur (article 4 de la loi boursière).

Donnant suite aux propositions contenues dans le rapport du groupe de travail présidé par M. Barbier de la Serre, auquel il a été fait allusion dans l'avant-propos du présent rapport, le Conseil des bourses de valeur a mis en place, par la voie de décisions générales <sup>25</sup> prises à l'occasion de l'abolition du *numerus clausus*, une segmentation de l'agrément accordé aux sociétés de bourse.

L'idée sous-jacente à cette segmentation est que la négociation au sens strict de production des ordres sur un marché et la compensation qui recouvre les fonctions assurant la bonne fin des opérations sont indissolublement liées dans l'activité de négociation redéfinie *lato sensu*. Néanmoins elles peuvent constituer des modalités d'exercice différents du métier et doivent alors être soumises à des exigences en fonds propres différentes. Sur ces bases, le Conseil des bourses de valeurs a élaboré un statut des sociétés de bourse, en quelque sorte à géométrie variable, et qui comprend quatre catégories.

---

<sup>24</sup> Article premier de la loi boursière

<sup>25</sup> Décisions générales n° 91-14 et 91-16 du 9 décembre 1991.

➤ **Le négociateur pur**

Le négociateur pur est celui qui reçoit et exécute l'ordre. Il lui appartient seulement de vérifier l'adéquation entre l'ordre émis et l'ordre exécuté, fonction que les professionnels dénomment "ajustement", et confie à une autre entité (et à une seule), le compensateur multiple, le soin d'assurer pour son compte le dénouement des opérations enregistrées sur le marché. Les relations entre négociateurs purs et compensateurs multiples sont obligatoirement régies par une convention. Les fonds propres nécessaires pour exercer ce type d'activité sont de 12,5 millions de francs.

➤ **Le compensateur multiple**

C'est celui qui, une fois les négociations conclues assure le dénouement des opérations, c'est à dire livre ou règle la contrepartie. Il fait en quelque sorte écran entre le négociateur pur et la Chambre de compensation, en garantissant la bonne fin des opérations traitées sur le marché par les négociateurs. Il lui est demandé un montant de fonds propres minimum de 37,5 millions de francs s'il ne compense qu'un seul négociateur pur ou de 43,5 millions de francs à partir du deuxième négociateur compensé.

➤ **Le négociateur compensateur simple**

C'est celui qui, à la fois négocie ses propres ordres ou ceux de ses clients et en garantit la bonne fin. Par rapport aux deux statuts précédents, il est donc en quelque sorte "multi-capacité". C'est l'activité de base des sociétés de bourse. Ses fonds propres doivent être de 25 millions de francs.

➤ **Le négociateur compensateur multiple**

C'est celui qui en plus de l'interface entre le(s) négociateur(s) et les parties prenantes aux opérations de compensation est lui même responsable de l'exécution des ordres sur le marché. Les fonds propres qui lui sont demandés, sont de même niveau que pour le compensateur multiple.

Il faut observer que les sociétés de bourse ont peu mis à profit cette nouvelle segmentation de leur métier. A la date du 30 mai 1994, l'on comptait seulement 6 négociateurs purs, 2 négociateur-compensateurs multiples et un seul compensateur multiple, alors que l'on dénombrait par ailleurs 42 négociateurs compensateurs simples.

### **3. Les établissements de crédit**

La loi n° 84-46 du 24 janvier 1984, reconnaît quatre grandes catégories d'établissements de crédit, tous agréés par le Comité des établissements de crédit :

- **les banques, catégorie qui comprend les banques proprement dites, encore appelées "banques A.F.B." dans la mesure où elles sont affiliées, en principe, à l'Association Française des banques et les banques mutualistes (encore appelées banques à réseau) telles que le Crédit mutuel ou le Crédit agricole ;**
- **les institutions d'épargne qui sont les caisses d'épargne et de prévoyance et les caisses de crédit municipal.**
- **Les sociétés financières qui sont en fait des établissements de crédit spécialisés. Il s'agit d'une catégorie très vaste qui comprend aussi bien des sociétés de crédit bail, de crédit immobilier que des maisons de titre. Elles ne peuvent exercer que les opérations résultant de leur agrément.**
- **Les institutions financières spécialisées qui sont des établissements de crédit auxquels l'Etat a confié une mission permanente d'intérêt public et qui ne peuvent exercer d'autre activité que celle que l'Etat leur a confié.**

Mais s'agissant de l'activité des établissements de crédit sur les marchés financiers, il convient, en fait, de faire abstraction des institutions financières spécialisées et distinguer deux grands statuts : les maisons de titre d'une part, les autres établissements de crédit d'autre part.

#### **① Les maisons de titres**

Définies par l'article 18 de la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984, (ancien article 99) elles ont "pour activité principale de gérer pour le compte de leur clientèle des portefeuilles de valeurs mobilières en recevant à cet effet des fonds assortis d'un mandat de gestion, ou d'apporter leurs concours au placement de telles valeurs en se portant duçroire".

Les maisons de titres font partie de la catégorie des sociétés financières qui fait elle-même partie de la catégorie des établissements de crédit. En tant que tels, elles doivent être agréées par le comité des établissements de crédit. Elles se distinguent ainsi des sociétés de gestion de portefeuille qui ont en quelque sorte remplacé les anciens remisiers qui sont agréés par la Commission des opérations de bourse. Elles s'en différencient également par le fait qu'elles peuvent exercer le métier de placeur sur le marché primaire des valeurs mobilières.

Après une période de déclin jusqu'en 1980, la catégorie des maisons de titres a enregistré un vif développement surtout depuis 1985 et a subi de profondes mutations. Jadis fréquemment contrôlées par des personnes physiques, elles sont aujourd'hui le plus souvent des filiales d'organismes bancaires importants et interviennent sur l'ensemble des marchés financiers.

## ② Les autres établissements de crédit

Ils peuvent exercer des activités "connexes" à leur activité de banque, ce qui leur permet d'exercer l'ensemble des métiers financiers, à l'exception de la négociation de valeurs mobilières.

L'article 5 de la loi bancaire prévoit en effet qu'ils peuvent exercer :

1° les opérations de change ;

.....

3° le placement, la souscription, l'achat, la gestion, la garde et la vente de valeurs mobilières et de tout produit financier ;

4° le conseil et l'assistance en matière de gestion de patrimoine ;

5° le conseil et l'assistance en matière de gestion financière, l'ingénierie financière et d'une manière générale tous les services destinés à faciliter la création et le développement des entreprises, sous réserve des dispositions législatives relatives à l'exercice illégal de certaines professions ;

.....

Parmi les établissements de crédit exerçant des activités sur les marchés financiers, il convient de mentionner deux catégories auxquelles il est souvent fait référence, mais qui ne disposent pas d'un statut juridique au sens propre du terme.

Ce sont les Spécialistes en valeur du Trésor (SVT), et les opérateurs principaux du marché (OPM), sortes de clubs dont l'entrée est suspendue respectivement à une habilitation du Trésor et de la Banque de France et dont les membres, soumis à des contraintes particulières, bénéficient d'avantages particuliers.

**Les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT)** sont des établissements de crédit ou des sociétés de bourse, sélectionnés par la direction du Trésor afin d'améliorer le placement des valeurs du Trésor ainsi que la liquidité et la sécurité du marché. Ces SVT exercent le métier de placement sur le marché primaire des valeurs du Trésor et jouent en cela un rôle analogue à celui des "*primary dealers*" américains. Ils exercent également le métier de teneur de marché sur le marché secondaire des valeurs du Trésor. Ils interviennent de façon privilégiée mais non exclusive sur le marché des obligations assimilables du Trésor (O.A.T.) et sur le marché monétaire (Bons du Trésor à taux fixe - B.T.F. et Bons du Trésor à taux annuel -B.T.A.N.).

**Les Opérateurs Principaux de marché (OPM)** sont des établissements de crédit habilités par la Banque de France en raison de la qualité de leurs opérations sur le marché interbancaire. Ils doivent afficher habituellement des cotations et renseigner la Banque de France sur la nature et le volume de leurs activités, les taux, les durées... En contrepartie ils sont les seuls à pouvoir souscrire à certaines opérations de la Banque comme les pensions sur appel d'offres et les pensions d'une durée de 5 à 10 jours. Les OPM sont également des contreparties habituelles, mais non exclusives de la Banque de France pour ses autres opérations sur le marché interbancaire et les autres marchés du franc.

#### **4. Les établissements financiers et les compagnies financières**

La notion d'établissement financier, notion de droit communautaire, a été introduite en droit français par la loi n° 92-665 du 16 juillet 1992 qui les définit <sup>26</sup> comme des établissements distincts des établissements de crédit (et donc non soumis à l'agrément du Comité des établissements de crédit) et qui exercent à titre principal, cumulativement ou non :

---

<sup>26</sup> Article 71-1 4° de la loi bancaire

**a) des activités d'intermédiation financière limitativement énumérées :**

- 1° Les opérations de change;
- 2° Le placement, la souscription, l'achat, la gestion, la garde et la vente de valeurs mobilières et de tout produit financier ;
- 3° Le conseil et l'assistance en matière de gestion de patrimoine ;
- 4° Le conseil et l'assistance en matière de gestion financière, l'ingénierie financière et d'une manière générale tous les services destinés à faciliter la création et le développement des entreprises, sous réserve des dispositions législatives relatives à l'exercice illégal de certaines professions.

**b) la prise de participation dans des entreprises qui, à titre de profession habituelle, effectuent des opérations de banque ou certaines des opérations mentionnées plus haut ;**

**c) des opérations de banque, pour les établissements ayant leur siège social dans un Etat membre autre que la France, à l'exception de la réception de fonds du public.**

Les compagnies financières <sup>27</sup>, dont le statut a récemment été modifié par la loi n° 93-1444 du 31 décembre 1993 constituent une sous catégorie des établissements financiers. Ce sont des entreprises qui ont pour vocation exclusive de détenir, en tant que filiales, des établissements de crédit ou des établissements financiers. Ce sont en fait des *holdings* de tête qui permettent d'identifier des groupes financiers, à des fins prudentielles ou stratégiques.

L'on recense environ une cinquantaine de compagnies financières contre à peine seulement une dizaine d'établissements financiers, catégorie très difficile à connaître puisque non soumise à la délivrance d'un agrément.

---

<sup>27</sup> Articles 72 à 74 de la loi bancaire

## **5. Les O.P.C.V.M.**

Les O.P.C.V.M. sont régis par une loi spécifique, la loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988 relative aux organismes de placements collectifs en valeur mobilières et portant création des fonds communs de créances. La constitution, la transformation, la fusion, la scission ou la liquidation d'un organisme de placement collectif sont soumises à l'agrément de la Commission des opérations de bourse. L'on rappelle qu'il existe deux catégories principales d'OPCVM : les sociétés d'investissement à capital variable (SICAV) qui sont dotées de la personnalité morale et les Fonds communs de placement (FCP) non dotés de personnalité juridique.

## **6. Les sociétés de gestion d'O.P.C.V.M.**

Les sociétés de gestion d'O.P.C.V.M., simples sociétés commerciales dont la création n'est subordonnée à aucun agrément doivent avoir pour objet exclusif la gestion d'O.P.C.V.M. et sont obligées par la loi à une gestion indépendante, disposant de moyens adéquats (article 24 de la loi précitée) <sup>28</sup>.

## **7. Les sociétés de gestion de portefeuilles**

Le statut de ces sociétés, simples sociétés anonymes de droit commun, est défini par l'article 23 de la loi n° 89-531 du 2 août 1989 relative à la sécurité et à la transparence du marché financier. Elles ont pour fonction de gérer des portefeuilles de valeurs mobilières, de contrats à terme négociables ou de produits financiers pour le compte de leurs clients.

Elles sont agréées par la Commission des Opérations de Bourse. Il leur est interdit de recevoir de leurs clients des dépôts de fonds, de titres ou d'or et d'effectuer des opérations entre le compte d'un client et leur propre compte ou des opérations directes entre les comptes de leurs clients. Elles peuvent également gérer des O.P.C.V.M. par délégation des sociétés de gestion d'O.P.C.V.M.

---

<sup>28</sup> Pour une remise en cause de cette indépendance voir rapport COB 1993, p. 62 et suivantes

## **8. Les sociétés d'investissement**

Elles ont pour objet la gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières. Elles peuvent également, dans des limites fixées par décret, effectuer des placement en billets à ordre émis par des établissements détenteurs de créances hypothécaires pour la mobilisation de tout ou partie de ces créances. Toutes autres opérations financières, industrielles ou commerciales leur sont expressément interdites <sup>29</sup>.

Elles se distinguent des sociétés de gestion de portefeuille proprement dites par le fait qu'elles effectuent de la gestion pour compte propre alors que celles-ci effectuent de la gestion pour compte de tiers. Par ailleurs, leur création n'est soumise à aucun agrément.

## **9. Les sociétés de contrepartie**

Ce sont les entreprises dont le métier est d'acheter ou de vendre des titres en contrepartie <sup>30</sup>. Il est difficile, de parler de véritable statut à leur sujet, bien que l'exercice de ce métier soit subordonné, pour certains intermédiaires et pour certaines activités, à un agrément, délivré par le Conseil des Bourses de Valeur .

Il faut en effet distinguer quatre types d'opérations de contrepartie dont l'exercice est subordonné à des conditions différentes.

### **① La contrepartie ordinaire**

Seuls ont qualité pour faire de la contrepartie ordinaire, les sociétés de bourse, les établissements de crédit agréés en qualité de banques, banques mutualistes ou coopératives, les institutions financières spécialisées, la Caisse des Dépôts et Consignations et les maisons de titres, habilitées à tenir des comptes de titres au nom de leurs clients et affiliées à la Sicovam, ainsi que les sociétés de

---

<sup>29</sup> *Articles 6 et suivants de l'ordonnance n° 45-2710 du 2 novembre 1945 relative aux sociétés d'investissement.*

<sup>30</sup> *Voir Supra la définition du métier de contrepartiste : chapitre 1 - section 2*



contrepartie dans lesquelles ces intermédiaires détiennent la majorité des droits de vote <sup>31</sup> .

Les sociétés de bourse peuvent faire de la contrepartie ordinaire sans autres formalités : l'agrément est, en quelque sorte, lié à leur statut . En revanche, les autres intermédiaires non sociétés de bourse doivent être agréés par le CBV comme contrepartiste. Pour obtenir cet agrément, ils doivent de surcroît faire état d'un accord conclu avec une ou plusieurs sociétés de bourse, stipulant la domiciliation de leurs opérations de contrepartie dans ces sociétés auxquelles il reconnaît la qualité de mandataire pour exécuter ses ordres de contrepartie sur le marché.

#### **② La contrepartie sur blocs de titres**

Seules les sociétés de bourse ont qualité pour effectuer de la contrepartie sur blocs de titres. Elles doivent de surcroît être agréées par le CBV, soit en tant que compensateur pour compte propre, soit en tant que compensateur pour compte d'un établissement ayant qualité à faire de la contrepartie ordinaire <sup>32</sup> .

#### **③ La contrepartie en régularisation de marché**

Cet agrément désigne en fait le métier de teneur de marché. Il est accordé, pour chaque action, par le Conseil des Bourses de Valeur à la société de bourse désignée par lui comme étant le spécialiste de cette valeur <sup>33</sup> .

#### **④ La contrepartie sur obligations**

Les conditions requises pour pouvoir effectuer des opérations de contrepartie sur obligations sont les mêmes que celles de la contrepartie ordinaire <sup>34</sup> .

---

<sup>31</sup> *Articles 6.2.1. à 6.2.4. du Règlement général du CBV.*

<sup>32</sup> *articles 6.3.1. à 6.3.5. du Règlement général du CBV.*

<sup>33</sup> *articles 6.4.1. à 6.4.5. du Règlement général du CBV.*

<sup>34</sup> *articles 9.2.1. à 9.2.9. du Règlement général du CBV.*

## 10. Les membres du MATIF

Il est difficile de parler véritablement d'un statut pour les intervenants sur le MATIF, au moins s'agissant des intermédiaires sur contrats à terme d'instruments financiers <sup>35</sup>.

Il s'agit en effet d'une simple "habilitation" accordée par la Chambre de compensation (Matif S.A.) autorisant des catégories de personnes bénéficiant déjà d'un statut, à intervenir sur ce marché. Il s'agit des sociétés de bourse, des établissements de crédit, des agents des marchés interbancaires, des maisons de titre, de la Caisse des dépôts et consignations et des commissionnaires agréés près la Bourse de commerce de Paris ainsi que des courtiers assermentés qui, avant la loi du 31 décembre 1987 relative au marché à terme, étaient autorisés à intervenir sur ce marché.<sup>36</sup>

Le Règlement général du marché prévoit quatre types d'habilitation :

### ① L'adhérent-compensateur

L'adhérent-compensateur (article 1.4.1.1. du Règlement général) est la personne habilitée par la chambre de compensation à participer à la compensation des contrats à terme d'instruments financiers. Il est responsable de l'établissement de la demande d'enregistrement des opérations négociées soit par lui-même, soit par un négociateur qu'il a désigné. Il appelle les dépôts de garantie et les marges débitrices auprès de ses donneurs d'ordres.

### ② Le négociateur-courtier

Le négociateur-courtier est une personne morale désignée par un adhérent parmi les personnes habilitées à intervenir

---

<sup>35</sup> S'agissant des contrats à terme sur marchandises, la loi du 28 mars 1885 prévoit la possibilité pour le Conseil des marchés à terme "d'agréer des opérateurs remplissant les conditions de compétence, d'honorabilité et de solvabilité déterminées par le règlement général du marché" (article 8-1), c'est à dire des personnes qui ne disposent pas déjà d'un statut et auquel l'agrément du CMT en confère précisément un.

<sup>36</sup> Article 8 de la loi du 28 mars 1885 sur les marchés à terme

sur le Matif, pour négocier sur le marché pour le compte d'autrui. Toutefois, il peut recevoir une dérogation de la Chambre de compensation les autorisant à négocier pour compte propre (article 1.4.2.2.).

### ③ Le négociateur individuel de parquet

Les négociateurs individuels de parquet sont des personnes physiques disposant du statut d'entreprises unipersonnelles à responsabilité limitée, désignés par un adhérent pour négocier sur le marché pour son compte propre (article 1.4.2.3.).

### ④ Le teneur de marché

Le teneur de marché est une personne morale dotée de l'une des qualités énumérées à l'article 8 de la loi du 28 mars 1885 ou une société de contrepartie agréée par le Conseil des bourses de valeurs et choisie par l'organisateur des négociations pour améliorer la liquidité sur certains contrats. Il doit proposer pendant toute la durée des séances, un prix à l'achat et à la vente et est tenu de se porter contrepartie à ces prix pour des volumes définis dans le règlement particulier du contrat.

Par ailleurs, le Règlement général du marché prévoit deux catégories d'intermédiaires sans les soumettre à une habilitation.

Il s'agit en premier lieu des intermédiaires "non membres teneurs de compte" (articles 3.6.0.1. à 3.6.0.6.) qui sont des personnes n'appartenant pas à l'une des catégories visées à l'article 8 de la loi de 1885 ou autres que des sociétés de gestion de portefeuilles, qui exercent une activité d'intermédiation en vue d'opérations sur le marché à terme. Ces intermédiaires sont soumis à des obligations spécifiques et notamment celle d'ouvrir, dans les livres d'un adhérent, des comptes permettant de distinguer les opérations réalisées pour compte propre de celles réalisées pour ses donneurs d'ordre.

Il s'agit en second lieu, des "intermédiaires non membres transmetteurs d'ordres" (article 3.7.0.1.) pour lesquels le Règlement général se borne à imposer que les relations avec ses donneurs d'ordres ou avec les membres du marché, donnent lieu à l'établissement de contrats écrits conformes aux modèles arrêtés par décision du CMT.

L'organisation du MATIF ressemble donc de très près à ce que pourrait être une approche générale par métiers.

## **11. Les membres du MONEP**

Comme pour le MATIF, il est difficile de parler de statut, s'agissant des membres du MONEP, dans la mesure où il s'agit d'une simple habilitation.

Les sociétés de bourse sont actuellement les seules habilitées à intervenir sur le MONEP en tant que négociateurs. Elles doivent toutefois signer une convention avec la société de compensation des marchés conditionnels (SCMC). Pour être exécutés, les ordres des investisseurs doivent donc être transmis directement ou indirectement aux sociétés de bourse.

Pour ce qui est de la compensation, outre les sociétés de bourse qui en sont membres de droit, les établissements de crédit peuvent obtenir l'habilitation, sur agrément de la Société des Bourses Françaises et après signature d'une convention avec la SCMC. Cette adhésion leur ouvre un accès direct à la compensation pour le calcul et le règlement de leurs opérations et de leurs couvertures.<sup>37</sup>

Enfin, le Règlement général du CBV (article 4.3.16 et 17) prévoit que seules les sociétés de bourse et les sociétés de contrepartie dans lesquelles elles détiennent la majorité des droits de vote ont qualité pour exercer la fonction de teneur de marché, après agrément du Conseil.

## **12. Les démarcheurs financiers**

Ils sont régis par la loi n° 72-6 du 3 janvier 1972 dont l'article 2 définit leur activité comme le "fait de se rendre habituellement au domicile ou à la résidence des personnes, ou sur les lieux de travail, ou dans les lieux publics, en vue de conseiller la souscription, l'achat, l'échange ou la vente de valeurs mobilières ou une participation à des opérations sur ces valeurs". L'envoi de lettres, et les communications téléphoniques effectuées dans le même but constituent également du démarchage financier. Les démarcheurs sont employés par les établissements de crédit, les entreprises

---

<sup>37</sup> Article 4.3.5. du Règlement général du CBV

d'assurance ou les maisons de titres et doivent être porteurs d'une carte délivrée par leur employeur, qui lui même les aura déclarés au parquet.

### **13. Les professions libérales**

Certaines professions libérales, en l'occurrence les conseils juridiques, les notaires et les experts comptables sont susceptibles d'exercer accessoirement le métier de conseil en investissement, à l'exclusion de tout autre et notamment, celui de gestionnaire de portefeuille, en raison du caractère commercial de ce métier. Il leur est toutefois interdit d'avoir un lien financier avec le fournisseur des produits financiers.

En revanche, les avocats ne peuvent exercer le métier de conseil en investissement sous peine de sanctions disciplinaires pouvant aller jusqu'à la radiation éventuelle de la liste des avocats au barreau.

### **14. Les entreprises d'assurance**

Depuis l'entrée en vigueur de la loi bancaire, les entreprises relevant du code des assurances sont autorisées (article 11) à effectuer des opérations de banque. En conséquence, elles peuvent recevoir des fonds de leurs clients en vue de les gérer et/ou de les placer dans des O.P.C.V.M. qu'elles ont constituées ou dont elles assurent la commercialisation et ce, même si le placement n'est pas effectué dans le cadre strict de la promotion d'un produit d'assurance.

### **15. Les Etablissements à statut spécial**

Ces organismes visés à l'article 8 de la loi bancaire constituent des démembrements financiers de la puissance publique. Il s'agit du Trésor public, de la Banque de France, des services financiers de La Poste, de l'institut d'émission des départements d'Outre-mer, de l'institut d'émission des territoires d'Outre-mer, et de la Caisse des dépôts et consignations.

Ils sont autorisés à effectuer presque toutes les opérations de banque.

En conclusion sur ce premier aspect de l'approche réglementaire française et comme on peut le voir sur les schémas ci-après, notre droit financier ne consacre véritablement aucune des deux approches réglementaires précédemment définies.

En effet, aucun marché n'est réservé à un statut et à un seul. Même s'ils n'exercent pas forcément les mêmes métiers, les différents statuts coexistent à peu près sur tous les marchés. Inversement, peu de métiers sont véritablement réservés à un statut déterminé. Lorsqu'ils le sont, c'est sur un marché défini, comme la négociation des valeurs mobilières, réservée aux sociétés de bourse, ou la négociation des titres de créances négociables réservée aux agents du marché interbancaire. L'on constate cependant que les organisateurs de certains marchés récents comme le MATIF, ont adopté une approche réglementaire qui, si elle n'intervient pas au niveau des statuts mais à celui des habilitations, est conçue néanmoins en termes de métiers. Ceci est également vrai pour ce qui est de la nouvelle segmentation des sociétés de bourse, définie par le Conseil des bourses de valeur. Enfin, ce qui frappe le plus l'observateur c'est bien l'enchevêtrement des statuts : les agents du marché interbancaire sont en pratique des établissements de crédit ; les établissements de crédit peuvent détenir des sociétés de bourse, lesquelles peuvent également avoir le statut de maison de titres...

Si l'on essaye néanmoins de simplifier à l'extrême l'approche française, on peut mettre en évidence une segmentation des professions plutôt en fonction des marchés : le marché monétaire étant plutôt réservé aux agents des marchés interbancaires, le marché primaire des valeurs mobilières aux établissements de crédit, le marché secondaire de ces mêmes valeurs aux sociétés de bourse et aux maisons de titres, le marché des options aux seules sociétés de bourse et enfin le Matif à la fois aux sociétés de bourse et aux établissements de crédit.

**L'approche par métiers**

**approche théorique pure**

statuts métiers	Statut A	Statut B	Statut C	Statut D	Statut E
metier A					
metier B					
metier C					
metier D					
metier E					

**approche française**

statuts métiers	Agents de marché interbancaire	Sociétés de bourse	Médiateurs de titre	Sociétés de gestion de portefeuille	Professions libérales	Entreprises d'assurance	Banques
admission pour compte propre							
admission pour compte de tiers							
transmission d'ordres							
placement							
Compagnies de marché			Activité réservée aux entreprises de marché				
gestion de portefeuille							
conseil en investissement							
intermédiation financière							
conseil aux entreprises							
octroi de crédit pour opérations financières							

sont autorisés à intervenir et le font  
 ne sont pas autorisés à intervenir

**L'approche par marchés**

**approche théorique pure**

statuts marchés	Statut A	Statut B	Statut C	Statut D	Statut E
mercé A					
mercé B					
mercé C					
mercé D					
mercé E					

**approche française**

statuts marchés	Agents du marché interbancaire	Sociétés de bourse	Maisons de titre	Sociétés de gestion de portefeuille	Professions libérales	Entreprises d'assurance	Banques
mercé interbancaire							
mercé monétaire							
mercé des obligations							
mercé des actions							
mercé des devises							
mercé des contrats à terme							
mercé des options							
mercé des SWAPS							

sont autorisés à intervenir et le font  
 ne sont pas formellement autorisés à intervenir mais le font en pratique  
 ne sont pas autorisés à intervenir



## **II - LA MULTIPLICITE DES AUTORITES DE SURVEILLANCE**

Outre le ministère de l'économie et des finances qui exerce une tutelle générale des marchés financiers, la surveillance des intermédiaires financiers est exercée à trois niveaux différents : celui des autorités publiques, celui des autorités professionnelles de marché et celui enfin des entreprises de marché.

### **1. Les autorités publiques**

#### **① La Banque de France**

Elle exerce un rôle général de surveillance des opérations qui se déroulent sur le marché interbancaire et sur le marché monétaire. Sur ce dernier marché elle assure de surcroît le rôle de centrale de conservation par l'intermédiaire du système de règlement-livraison des titres de créances négociables SATURNE.

#### **② Le Comité des Etablissements de Crédit**

Institué par l'article 31 de la loi bancaire, le Comité des Etablissements de Crédit (CEC) est chargé d'accorder l'agrément des établissements de crédit (article 15) et d'une façon plus générale, "de prendre les décisions ou d'accorder les autorisations ou dérogations individuelles prévues par les dispositions législatives et réglementaires applicables aux établissements de crédit".

Il est présidé par le Gouverneur de la Banque de France et comprend le directeur du Trésor et quatre membres du Conseil national du Crédit nommés par le ministre de l'économie et des finances pour une durée de trois ans : un représentant de l'association française des établissements de crédit, un représentant des organisations syndicales représentatives du personnel des établissements de crédit et deux personnalités choisies en raison de leurs compétences.

Les règlements du CEC doivent être homologués par le ministre de l'économie et des finances et sont susceptibles de recours devant les juridictions administratives.

### ③ Le Comité de la Réglementation bancaire

Institué par l'article 30 de la loi bancaire, le Comité de la Réglementation bancaire fixe, dans le cadre des orientations définies par le Gouvernement, les prescriptions d'ordre général applicables aux établissements de crédit et notamment, le montant du capital des établissements de crédit et les conditions dans lesquelles des participations peuvent être prises ou étendues dans ces établissements, les normes de gestion qu'ils doivent respecter en vue notamment de garantir leur liquidité, leur solvabilité et l'équilibre de leur structure financière ainsi que le plan comptable et les règles de consolidation des comptes.

Il est présidé par le ministre de l'économie et des finances et comprend, outre le Gouverneur de la Banque de France, quatre membres désignés dans les mêmes conditions que celles relatives au Comité des Etablissements de crédit.

Ses règlements suivent le même régime juridique que ceux du CEC.

### ④ Le Conseil National des assurances

Il est amené, par l'intermédiaire de ses différentes commissions, à donner un avis sur l'agrément et la réglementation des entreprises d'assurance (articles L 411-3 à L 411-4 du code des assurances).

Il donne en outre son avis sur tous les projets de loi concernant l'assurance.

### ⑤ La Commission bancaire

La Commission bancaire (article 37 de la loi bancaire) est chargée de contrôler le respect par les établissements de crédit des dispositions législatives et réglementaires qui leur sont applicables et de sanctionner les manquements constatés. Elle examine de surcroît les conditions de leur exploitation et veille à la qualité de leur situation financière. Elle veille également au respect des règles de bonne conduite de la profession.

Elle est présidée par le Gouverneur de la Banque de France et comprend le directeur du Trésor, ainsi que quatre membres nommés par le ministre de l'économie et des finances pour une durée de six ans : un conseiller d'Etat, un conseiller à la Cour de

Cassation, deux membres choisis en raison de leur compétence en matière bancaire et financière.

### ⑥ La Commission des opérations de bourse

La Commission des opérations de bourse (COB), instituée par l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967 est 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. Les seuls marchés qui échappent à sa surveillance sont le marché interbancaire et le marché monétaire.

La COB comprend, outre son Président nommé par décret en conseil des ministres pour une durée de six ans non renouvelable, huit autres membres qui sont : un conseiller d'Etat, un conseiller à la Cour de Cassation, un Conseiller à la Cour des Comptes, un membre du Conseil des Bourses de Valeur, un membre du Conseil du Marché à terme, un représentant de la Banque de France et deux personnalités choisies en raison de leurs compétence et de leur expérience par les sept autres membres.

Elle peut prendre des règlements concernant le fonctionnement des marchés placés sous son contrôle en prescrivant des règles de pratique professionnelle qui s'imposent aux personnes faisant publiquement appel à l'épargne, ainsi qu'aux personnes qui, en raison de leur activité professionnelle, interviennent dans des opérations sur des titres placés par appel public à l'épargne ou assurant la gestion individuelle ou collective de portefeuilles de titres.

Elle dispose de pouvoirs d'enquête qui s'étendent aux sociétés faisant appel public à l'épargne et à tous les professionnels intervenant sur les marchés. Elle détient également un pouvoir de sanction administrative des infractions de marché.

Elle assure le contrôle du respect des obligations d'information auxquelles sont soumis les émetteurs de titres.

### ⑦ Le Conseil de discipline des O.P.C.V.M.

Le Conseil de discipline des O.P.C.V.M. est chargé de veiller au respect par les O.P.C.V.M. de la réglementation qui leur est applicable ainsi que du respect des règles de pratique professionnelles<sup>38</sup> étant entendu par ailleurs qu'il revient à la COB de définir les conditions dans lesquelles les O.P.C.V.M. doivent informer leurs souscripteurs et peuvent faire l'objet de publicité ou de démarchage<sup>39</sup>.

Le Conseil peut prendre des sanctions disciplinaires contre les différents organismes. Il agit soit d'office, soit à la demande de la COB ou du commissaire du Gouvernement.

Il est composé de neuf membres nommés pour quatre ans. Il est présidé par un membre du Conseil d'Etat et comprend trois membres représentatif des associations d'O.P.C.V.M., désignés par le ministre de l'économie, quatre membres, également nommés par le ministre sur proposition de l'Association française des établissements de crédit, du CBV, du CMT et d'une association représentant les sociétés d'assurance et enfin, un membre désigné par le président de la C.O.B.

Sans être véritablement une émanation de la COB, le Conseil de discipline n'en est pas moins soumis à une certaine dépendance vis à vis de celle-ci dans la mesure où il a largement recours à son personnel.

### ⑧ La Commission de contrôle des assurances

La commission de contrôle des assurances, instituée par l'article L 310-12 du code des assurances, a pour objet de veiller au respect, par les entreprises d'assurance, des dispositions législatives ou réglementaires relatives à l'assurance. Elle s'assure notamment que les entreprises d'assurance tiennent et sont toujours en mesure de tenir les engagements qu'elles ont contractés à l'égard des assurés et présentent la marge de solvabilité prescrite. Elle peut examiner à cette fin leur situation financière et leurs conditions d'exercice.

---

<sup>38</sup> *Articles 33-1 et suivants de la loi n° 88-1201 relative aux organismes de placement collectif en valeur mobilières et portant création des fonds communs de créance*

<sup>39</sup> *Article 33 de la même loi.*

Elle comprend cinq membres nommés par arrêté du ministre de l'économie et des finances pour une durée de cinq ans et comprend un membre du Conseil d'Etat, un membre de la Cour de cassation et un membre de la Cour des comptes

### **⑨ Le Conseil National du Crédit**

Le Conseil national du crédit, (CNC) est une instance de réflexion sur les métiers de l'intermédiation bancaire. Composé d'un large collège de 43 membres, associant parlementaires et représentants de la profession, il est présidé par le ministre de l'économie et des finances et le gouverneur de la Banque de France en est le vice-président.

Il exerçait auparavant des fonctions d'étude en matière de politique monétaire, mais cette attribution lui a été retirée par la loi du 4 août 1993 sur l'indépendance de la Banque de France.

## **2. Les autorités professionnelles de marché**

### **① Le Conseil des Bourses de Valeurs**

Le Conseil des bourses de valeurs (CBV) institué par la loi n° 88-74 du 22 janvier 1988 sur les bourses de valeur, est constitué de dix membres élus par les sociétés de bourse, d'un représentant des sociétés émettrices de valeurs mobilières admises à la négociation et d'un représentant des personnels employés par les sociétés de bourse. Un commissaire du Gouvernement est nommé auprès du Conseil par le ministre chargé de l'économie et des finances.

Il établit un règlement général homologué par le ministre chargé de l'économie et des finances après avis de la Banque de France et de la COB.

Ce règlement fixe les règles applicables à l'agrément des sociétés de bourse, à leur retrait et à leur suspension, les règles relatives au contrôle de l'activité des sociétés de bourse, celles relatives aux négociations des valeurs mobilières et à leur radiation de la cote, au fonctionnement du marché et à la suspension des cotations. Il fixe également les conditions d'attribution des cartes professionnelles des agents des sociétés de bourse et des agents

habilités par ces sociétés ainsi que les conditions de constitution et de gestion d'un fonds de garantie des engagements des sociétés de bourse à l'égard de la clientèle. Enfin, le CBV exerce le pouvoir disciplinaire à l'égard des sociétés de bourse, de leurs agents et de ceux de la Société des Bourses françaises.

Le CBV exerce enfin l'autorité réglementaire du marché des options (MONEP).

## ② Le Conseil des marchés à terme

Institué par la loi n° 85-695 du 11 juillet 1985 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier, (article 5 de la loi du 28 mars 1885 sur les marchés à terme) le Conseil des Marchés à Terme (CMT) est constitué de 17 membres, dont 15 sont désignés par les organisations professionnelles et 2 par le ministre chargé de l'économie et des finances. Un commissaire du Gouvernement est désigné auprès du Conseil par le ministre chargé de l'économie. Il a la faculté de demander une nouvelle délibération, droit que peut également exercer la COB, dans un délai de trois jours suivant la première délibération.

Il est investi d'une compétence en matière de réglementation générale. Il a quatre missions principales : établir un règlement général des marchés à terme <sup>40</sup> et veiller au bon fonctionnement général de ces marchés, prononcer l'admission à la négociation des contrats <sup>41</sup>, assurer le contrôle de l'application des règles de déontologie et exercer un pouvoir disciplinaire.

L'examen des recours contre les décisions du Conseil du marché à terme de caractère réglementaire ainsi que celles prises en matière disciplinaire sont de la compétence du juge administratif. Les autres décisions du conseil relèvent de la compétence du juge judiciaire.

---

<sup>40</sup> Ce règlement doit être approuvé par le ministre chargé de l'économie après avis de la Commission des opérations de bourse ou, le cas échéant, la Banque de France.

<sup>41</sup> L'inscription ou la radiation d'un contrat admis à la négociation sur le marché ne peut être prononcée qu'après avis de la COB ou, pour les contrats faisant référence à un marché placé sous son contrôle, de la Banque de France.

### **3. Les entreprises de marché**

#### **① La Société des Bourses françaises**

La Société des Bourses Françaises (SBF) est une institution financière spécialisée dont les statuts sont approuvés par le ministre chargé de l'économie et des finances et dont les actions sont réparties entre les sociétés de bourse.

Elle gère l'introduction des valeurs admises à la cote et enregistre les négociations exécutées par les sociétés de bourse ainsi que les cours cotés sur chaque valeur. Elle assure la diffusion de ces cours.

Elle contrôle, par délégation du CBV, la recevabilité et surveille le déroulement des offres publiques d'achat, de vente ou d'échange. Elle assiste le CBV dans sa mission de surveillance et de contrôle et peut intervenir, en cas d'insuffisance du Fonds de garantie, afin d'honorer les engagements d'une société de bourse défaillante vis-à-vis de sa clientèle.

#### **② Matif S.A.**

MATIF S.A. est une institution financière spécialisée chargée de la gestion du marché à terme international de France (MATIF) et responsable du bon fonctionnement et de la sécurité de ce marché. Elle assure quatre missions principales qui sont : l'organisation des négociations des contrats, la compensation des négociations, la surveillance du marché et l'étude de nouveaux contrats.

#### **③ La Société de compensation des marchés conditionnels**

Filiale de la Société des bourses françaises, la Société de compensation des marchés conditionnels est chargée d'assurer, par délégation générale de celle-ci et sous son contrôle, le bon fonctionnement et la surveillance du marché des options négociables dont elle peut suspendre la cotation d'une ou plusieurs séries. Elle est également chargée, dans les mêmes conditions, d'enregistrer toutes les négociations d'options négociables portant sur une valeur mobilière déterminée ou sur un indice relatif aux valeurs mobilières et d'assurer la compensation des négociations entre établissements

adhérents à la compensation. (article 4.3.4 du Règlement général du Conseil des Bourses de Valeur).

Afin de garantir la sécurité du marché, la SCMC oblige ses adhérents à déposer auprès de la SBF les garanties quotidiennement actualisées nécessaires pour couvrir les engagements dont ils sont redevables. Ces intermédiaires sont eux-mêmes tenus d'appeler sur leurs clients des garanties au moins identiques. Dépositaire des couvertures constituées auprès d'elle par les adhérents compensateurs, la SBF est garant en dernier ressort de leurs engagements.

Comme on le voit, il s'agit d'une organisation très complexe avec un nombre important d'autorités, ce qui est susceptible d'engendrer quelques problèmes de frontières, notamment sur le marché boursier pour ce qui est des compétences respectives de la COB et du CBV.

Cet entrecroisement de compétences apparaît assez clairement si l'on essaye de donner une vue simplifiée du dispositif institutionnel français en distinguant les grandes catégories de contrôle à savoir, d'une part, le contrôle des marchés qui comprend les fonctions de réglementation et de surveillance des opérations et, d'autre part, le contrôle des entreprises qui comprend la délivrance des agréments, la réglementation (générale, prudentielle et déontologique) et le contrôle des entreprises.

**Contrôle des marchés**

	marché interbancaire	marché monétaire	marché boursier	MATIF	MONEP
Réglementation des opérations	C.R.B.	C.R.B.	C.B.V./C.O.B.	C.M.T./C.O.B.	C.B.V.
Surveillance	B.d.F.	(B.d.F)	C.B.V./S.B.F.	Matif S.A.	S.C.M.C.

**Contrôle des entreprises**

	Agents du marché interbancaire	Etablissements de crédit et maisons de titres	Sociétés de bourse
Agrément	C.E.C.	C.E.C.	C.B.V.
Réglementation	C.R.B.	C.R.B./C.O.B.	C.B.V./C.M.T. C.O.B.
Surveillance	C.B. B.d.F	C.B.	C.B.V./S.B.F.



## **CHAPITRE III**

### **LE CONTENU DE LA DIRECTIVE**

Les dispositions de la directive sur les services d'investissement peuvent être regroupées en trois grandes catégories de mesures. En premier lieu, la directive pose le principe de la liberté d'exercice, pour certains métiers seulement de l'intermédiation financière, selon la méthode classique du passeport européen. Elle harmonise ensuite le contrôle des institutions et établit une ligne de partage des compétences de ce contrôle entre Etats membres d'origine (ceux qui délivrent l'agrément) et Etats membres d'accueil (ceux dans lesquels l'entreprise d'investissement est amenée à exercer). Enfin, elle laisse le contrôle des marchés sous la responsabilité des Etats membres d'accueil mais établit une distinction importante entre les marchés réglementés et les marchés non réglementés.

#### **SECTION I LE LIBRE EXERCICE DES PROFESSIONS DE L'INTERMÉDIATION FINANCIÈRE**

La grande originalité de la directive sur les services d'investissement réside dans le fait qu'elle n'établit le principe du libre exercice que pour certaines professions de l'intermédiation financière, professions qu'elle définit non par rapport aux marchés mais par rapport aux métiers

Pour le reste, la directive applique une méthode désormais classique de réglementation européenne, le système du passeport européen, déjà appliqué pour les établissements de crédit et pour les assurances. Le passeport européen, que l'on pourrait définir comme le droit d'exercer son métier dans tous les pays de l'Union, repose sur la reconnaissance mutuelle des agréments.

Ce droit est susceptible de se décliner en deux modalités désormais bien connues : la liberté d'établissement et la libre prestation de services.

## **I - LA NOTION D'ENTREPRISE D'INVESTISSEMENT**

Les professions qui bénéficieront du passeport européen sont celles susceptibles d'entrer dans la catégorie des entreprises d'investissement. La directive n'étant pas d'une lecture immédiate dans la définition de cette notion, créée de toute pièce pour les besoins de la réglementation, il convient d'en donner la définition avant d'en préciser le contenu.

### **1. Définition de l'entreprise d'investissement**

La directive définit l'entreprise d'investissement comme une personne morale ou physique <sup>1</sup> qui exerce, à titre habituel, une activité consistant à fournir à des tiers, et à titre professionnel, un service d'investissement (article 1-2). Les services d'investissement sont définis comme ceux figurant à la section A de l'annexe et portant sur l'un des instruments financiers énumérés à la section B.

Les métiers définis par la section A de l'annexe de la directive sont :

- 1. la négociation pour compte de tiers qui comprend deux branches :**
  - a. La réception et la transmission d'ordres ;
  - b. l'exécution de ces ordres ;
- 2. la négociation pour compte propre ;**
- 3. la gestion de portefeuilles sur une base discrétionnaire et individualisée (ce qui exclut les O.P.C.V.M.) ;**
- 4. le placement.**

---

<sup>1</sup> Pour que des personnes physiques puissent bénéficier de l'appellation d'entreprise d'investissement, il faut, d'une part, que le régime juridique auquel elles sont soumises, assure aux intérêts des tiers, un niveau de protection équivalent à celui offert par les personnes morales et, d'autre part, qu'elles fassent l'objet d'une surveillance prudentielle équivalente et adaptée à leur structure juridique. La directive exige de surcroît (article 1-2) d'autres conditions que nous serons amenés à préciser ultérieurement.

**Ces métiers que l'on pourrait qualifier de métiers principaux, doivent être distingués des métiers auxiliaires, définis par la section C de l'annexe qui sont :**

- 1. la conservation ;**
- 2. la location de coffres ;**
- 3. l'octroi de crédits pour investissements financiers ;**
- 4. le conseil aux entreprises ;**
- 5. les services liés à la prise ferme ;**
- 6. le conseil d'investissement ;**
- 7. les services de change.**

**Par ailleurs, les instruments financiers ou produits définis par la section B de l'annexe sont :**

- 1. les valeurs mobilières ;**
- 2. les parts d'O.P.C.V.M. ;**
- 3. les instruments du marché monétaire ;**
- 4. les contrats financiers à terme (futures) y compris les instruments équivalents donnant lieu à un règlement en espèces ;**
- 5. les contrats à terme sur taux d'intérêt (FRA) ;**
- 6. les contrats d'échange (SWAPS) sur taux d'intérêts, sur devises ou les contrats d'échange sur des flux liés à des actions ou indices d'action (equity SWAPS) ;**
- 7. les options visant à acheter ou à vendre tout instrument précité, y compris les instruments équivalents donnant lieu à un règlement en espèces et notamment les options sur devises et sur taux d'intérêt.**

**Deux observations s'imposent immédiatement concernant cette définition :**

**En premier lieu, il convient de remarquer que la directive adopte une approche par métiers, puisqu'elle définit l'entreprise d'investissement comme une activité, c'est à dire comme un métier.**

**En effet, les marchés ne sont pas appréhendés en tant que tels mais seulement au travers des produits. De surcroît, la liste des produits concernés est trop large pour servir de critère de définition**

puisque cette liste embrasse la quasi totalité des produits financiers (à l'exception des devises échangées au comptant <sup>2</sup>). Il serait dans ces conditions peu utile de définir l'entreprise d'investissement comme celle exerçant sur les marchés financiers à l'exception du marché des changes au comptant.

En second lieu, il est important de remarquer que la directive établit une distinction entre les différents métiers de l'intermédiation financière, dont nous allons voir quelles conséquences elle en tire sur le plan du droit.

Il convient maintenant de préciser davantage les métiers visés par la directive.

## 2. Le contenu de la notion

La directive définit cinq métiers principaux et sept métiers auxiliaires. Elle établit par ailleurs une liste des métiers auxquels elle ne s'applique pas.

### ① Les métiers principaux

Il s'agit de la négociation pour compte propre, de la négociation pour compte de tiers et de la transmission d'ordre, du métier de placement sur le marché primaire et de celui de gestionnaire de portefeuilles. Une ambiguïté pèse sur le métier de compensateur qu'il convient de lever.

#### a) *La négociation pour compte propre*

Deux observations doivent être faites concernant la négociation pour compte propre.

La première a trait à la légère contradiction qu'il y a entre la définition de l'entreprise d'investissement donnée à l'article 1-2 comme étant une "*activité consistant à fournir à des tiers...*" et la liste des métiers donnée dans la section A de l'annexe qui vise : "*Négociation pour compte propre de tout instrument visé à la section B*". Toutefois, cette contradiction ne nous semble pas devoir être considérée comme dirimante, et sauf à priver d'effets un élément de la liste donnée en annexe, il y a bien lieu de considérer que la

---

<sup>2</sup> Voir *infra* section III, I, point 1.

**négociation pour compte propre entre bien dans le champ d'application de l'article.**

En second lieu, il convient d'observer, qu'en application des articles 2.2.i et 2.2.j. sont expressément exclus les négociateurs sur contrats de marchandises et les négociateurs purs, (ne tenant pas de comptes de tiers) d'instruments financiers à terme ou d'options. En France cela recouvre les personnes visées à l'article 8-1 de la loi de 1885 sur les marchés à terme (commissionnaires agréés, courtiers assermentés...) et notamment les négociateurs individuels de parquet sur le MATIF.

*b) La négociation pour compte de tiers et la transmission d'ordres*

La directive regroupe sous une même rubrique la négociation pour compte de tiers proprement dite (exécution des ordres) et la transmission d'ordres (réception et transmission d'ordres).

Il convient d'observer que sont expressément exclues de la négociation pour compte de tiers, les personnes (article 2.2.g) qui ne peuvent pas détenir de fonds ou de titres appartenant à leurs clients et qui ne peuvent exécuter eux-mêmes les ordres qu'ils reçoivent. En France, cela vise l'activité de transmetteur d'ordre, qui peut être exercée par toute personne dès lors qu'elle respecte les conditions définies par le règlement COB 89-05, <sup>3</sup> et que cette activité n'est pas exercée en même temps que celle de teneur de livre. Ainsi, les établissements bancaires, par exemple, qui généralement tiennent les comptes titres de leurs clients, pourront bénéficier de l'application de la directive, mais pas les simples intermédiaires, sous statut de profession libérale ou autre.

Par ailleurs il convient de préciser que l'article 2.4. exclut explicitement du champ d'application de la directive, la fourniture de services à titre de contrepartie à l'Etat, à la banque centrale ou aux autres organismes nationaux à vocation similaire d'un Etat membre dans le cadre des politiques de gestion de la monnaie, des taux de change, de la dette publique et des réserves de

---

<sup>3</sup> Homologué par arrêté du 9 janvier 1990 et paru au Journal officiel du 10 janvier, ce règlement prévoit que : "Toute personne recevant, à titre habituel et onéreux, une procuration pour transmettre des ordres, en vue de leur exécution sur le marché par un intermédiaire habilité à participer aux négociations, doit justifier que chaque ordre transmis a été donné par le mandant et doit être en mesure de faire la preuve du moment de sa réception et de celui de sa transmission auprès de l'intermédiaire".

l'Etat membre concerné, ce qui exclut notamment en France la catégorie des spécialistes en valeur du Trésor.

*c) Le placement*

La directive distingue le placement exercé en tant qu'activité principale - "prise ferme en ce qui concerne les émissions de tout ou partie des instruments visés à la section B et/ou placement de ces émissions" - du placement exercé à titre auxiliaire et consistant à fournir des "services liés à la prise ferme".

*d) La gestion de portefeuilles*

N'est visée par la directive que la gestion de portefeuilles sur une base individualisée. Sont donc exclus du champ de la directive, les organismes de placement collectifs (article 2.2.h) qui bénéficient déjà du passeport européen au titre d'une autre directive, les entreprises dont les services d'investissement consistent exclusivement dans la gestion d'un système de participation des travailleurs (fonds de pension et assimilés : articles 2.2.d) ainsi que les associations créées par des fonds de pension danois (article 2.2.k). De même, il convient d'exclure du bénéfice de la directive les entreprises françaises exerçant sous le statut de sociétés d'investissement (à capital fixe) dans la mesure où celle-ci ne vise que la "gestion (...) dans le cadre d'un mandat donné par les investisseurs...", ce qui semble exclure implicitement la gestion de portefeuilles pour compte propre.

*e) La compensation*

Le cas du métier de compensateur est un peu délicat à trancher, puisque la compensation tout en n'étant pas mentionnée dans la liste des métiers donnée par l'annexe est clairement visée dans l'exposé des motifs. Il est très important de distinguer ici l'activité de compensation, telle qu'elle peut être exercée par des chambres de compensation, c'est à dire consistant à compenser des créances et des dettes, du métier d'adhérent-compensateur qui consiste, notamment, à apporter la garantie de bonne fin des opérations.

Pour ce qui est de la compensation de marché, dans la mesure où elle n'est pas expressément mentionnée dans le corps de l'annexe, on doit comprendre qu'il est exclu que des entreprises de

marché, organismes de droit privés, puissent, pour elles-mêmes, bénéficier du passeport européen. Autrement dit, une entreprise de marché française comme Matif S.A. ne pourra pas installer un nouveau marché de contrats à terme dans un autre pays de l'Union européenne, et, réciproquement, une entreprise de marché européenne ne pourra venir s'installer en France. Ce qui est en parfaite cohérence avec le paragraphe 5 de l'article 15 qui laisse aux Etats membres la faculté d'autoriser ou d'interdire la création de nouveaux marchés réglementés sur leur territoire. Toutefois, cette exclusion ne doit pas être interprétée comme faisant obstacle aux entreprises de marché d'implanter des terminaux d'ordinateurs dans les autres pays de l'Union, puisque les intermédiaires financiers pourront bénéficier, de l'accès aux marchés réglementés, y compris, dans les cas où une présence physique ne serait pas exigée, par la voie de la libre prestation de services, c'est à dire à partir de leur territoire.

S'agissant de la compensation entendue au sens de garantie de bonne fin des opérations, étant intimement liée à l'activité de négociation, elle nous semble devoir à ce titre entrer dans le champ d'application de la directive. C'est dans ce sens, nous semble-t-il, qu'il convient de lire l'exposé des motifs qui considère que *«dans certains Etats membres, la fonction de compensation et de règlement peut être effectuée par des organismes distincts des marchés sur lesquels les transactions sont réalisées et que par conséquent, chaque fois que dans la présente directive sont mentionnés l'accès aux marchés réglementés ou la qualité de membre de ces marchés, ces notions doivent être interprétées comme incluant l'accès aux organismes qui assurent les fonctions de compensation et de règlement pour les marchés réglementés et la qualité de membre desdits organismes»*.

## ② Les métiers auxiliaires

Parmi les sept métiers définis par la directive comme métiers auxiliaires, et sous réserve de ce qui a été dit en matière de placement, seuls la conservation et les services de change appellent des remarques particulières.

### a) La conservation

La conservation n'est définie que comme une activité accessoire, ce qui a pour conséquence d'exclure les grandes centrales de conservation européenne opérant à partir de la Belgique ou du Luxembourg telles que CEDEL ou EUROCLEAR, de la définition des entreprises d'investissement.

Par ailleurs, la liste inclut le métier de loueur de coffres qui vise en fait les marchés sur lesquels il n'y a pas de dématérialisation des titres (c'est le cas notamment du marché des valeurs mobilières en Grande Bretagne) et qui peut être assimilé ici au métier de conservateur.

*b) Les services de change*

Les services de change liés à des opérations de services d'investissement sont définis comme un métier auxiliaire autonome, ce qui vise en fait à exclure l'activité de changeur manuel, qui est un métier de banque et non un métier financier.

Il n'est donc pas surprenant que soient explicitement exclus du champ d'application de la directive les *agenti di cambio* italiens (article 2.2.1)

③ **Les exclusions**

Outre les professions auxquelles il a été fait allusion (négociateurs en marchandises, négociateurs individuels de parquet, spécialistes en valeur du Trésor, organismes de placement en valeur collective...), la directive exclut expressément de son champ d'application (article 2 paragraphe 2) :

- a) les entreprises d'assurance ;
- b) les entreprises qui fournissent un service d'investissement exclusivement à leur entreprise mère, à leurs filiales ou à une autre filiale de leur entreprise mère ;
- c) les personnes qui fournissent un service d'investissement si cette activité est exercée de manière accessoire dans le cadre d'une activité professionnelle réglementée, n'excluant pas la fourniture de tels services (notaires, avocats, conseils juridiques) ;
- d) les banques centrales des Etats membres et autres organismes nationaux à vocation similaire ainsi que les organismes publics chargés de la gestion de la dette ou intervenant dans cette gestion ;



Deux remarques nous semblent devoir être faites en conclusion sur ce premier point.

La première concerne la validité des exclusions et restrictions opérées par la directive, au regard du droit européen originaire. En effet, les articles 52 d'une part, 59 et 60 d'autre part, du Traité de Rome prévoient respectivement le libre établissement et la libre prestation de services pour les ressortissants des Etats membres communautaires <sup>4</sup>. Ces deux droits étant d'applicabilité directe, ils peuvent être invoqués directement par tous les sujets de droit européen, sans qu'il soit nécessaire d'invoquer un texte de droit dérivé.

La seconde a trait au caractère évolutif de ces situations. En effet, la directive prévoit dans le paragraphe 3 de l'article 2 que *"au plus tard le 31 décembre 1998, et à intervalles réguliers ensuite, la Commission établit un rapport sur l'application du paragraphe 2 (la liste des exclusion), en liaison avec la section A de l'annexe, et, s'il y a lieu, propose des modifications à la définition des exclusions et des services couverts, à la lumière du fonctionnement de la présente directive"*. Par ailleurs, l'article 29 prévoit que *"d'ici l'adoption d'une nouvelle directive définissant les dispositions relatives à l'adaptation de la présente directive au progrès technique dans les domaines ci-après, le Conseil (...) procède, en statuant à la majorité qualifiée sur proposition de la Commission, à l'adoption des adaptations éventuellement nécessaires concernant : l'extension du contenu de la liste figurant à la section C de l'annexe..."* L'on peut déduire de la combinaison de ces deux dispositions, que si la liste des exclusions, et celle des services annexes semble susceptible d'évolution, en revanche, la définition des métiers principaux, seuls bénéficiaires du passeport européen, semble devoir être relativement figée.

---

<sup>4</sup> L'article 52 alinéa du Traité de Rome, précisé par l'arrêt "Reyners" de la C.J.C.E. (C.J.C.E. 21 juin 1974, aff. n° 2/74, Reyners, Rec. 1974 p. 631) institue un droit d'établissement directement applicable pour tout prestataire de service de la Communauté. Par ailleurs, l'article 60 alinéa 3 du Traité autorise à titre temporaire l'exécution d'une prestation sur le territoire de tout Etat membre par tout prestataire de la Communauté. Ces dispositions sont également applicables (C.J.C.E. 17 décembre 1981, aff. n° 279/80, John Webb, Rec. 1981 p 3331).

métiers financiers	visés par la directive en tant que métiers principaux	visés par la directive en tant que métiers accessoires	exclus
négociation pour compte propre			
négociation pour compte de tiers			
transmetteur d'ordres			
placement			
compensation (chambres de compensation)			
conservation		conservation de portefeuilles et de titres de créance	
gestion de portefeuille sur base individuelle			
gestion de portefeuille sur base collective			
conseil en investissement			
démarchage financier			
conseil aux entreprises			
octroi de crédit pour opérations financières			
Services de change liées à des opérations financières			

## II - LE PASSEPORT EUROPEEN

Le passeport européen repose sur la reconnaissance mutuelle des agréments qui permet de faire l'économie d'une harmonisation complète des conditions d'accès à une profession, processus particulièrement long et difficile. Cette approche réglementaire est particulièrement pertinente en matière de marchés financiers puisque, comme on a pu le voir, les différents pays de l'Union ont une approche réglementaire différente des professions.

Appliqué au cas particulier des entreprises d'investissement, le passeport européen repose sur trois grands principes :

1. **Toutes les entreprises d'investissement doivent faire l'objet d'un agrément dans leur Etat d'origine**

C'est le paragraphe 1 de l'article 3 qui dispose : "*chaque Etat membre fait dépendre d'un agrément l'accès à l'activité des entreprises d'investissement dont il est l'Etat membre d'origine*". En d'autres termes, l'exercice de l'un des cinq métiers principaux doit faire l'objet d'un agrément. Ceci, notamment, dans le but de protéger les intérêts des investisseurs.

2. **L'agrément ainsi délivré vaut passeport européen**

Le paragraphe 1 de l'article 14 met à la charge des Etats membres l'obligation de veiller à ce que les entreprises d'investissement, agréées et contrôlées par un autre Etat membre conformément à la directive, puisse exercer librement leurs activités.

Par ailleurs, le paragraphe 2 de ce même article dispose que «Les Etats membres ne peuvent soumettre la création d'une succursale ou la prestation de services (d'investissement) à l'obligation d'obtenir un agrément ou celle de fournir un capital de dotation ou à toute autre mesure d'effet équivalent. »

En d'autres termes, l'agrément donné dans un pays vaut passeport européen.

3. **Les métiers auxiliaires peuvent bénéficier du passeport européen, si et seulement si, ils sont exercés concomitamment à un métier principal**

En effet, l'agrément donné pour un métier principal, peut couvrir également un ou plusieurs métiers auxiliaires. Mais en aucun

cas l'agrément qui ne serait délivré que pour ces métiers auxiliaires ne vaut pas passeport européen <sup>5</sup>.

Par conséquent, une société agréée en France pour faire de la gestion de portefeuilles et du conseil en investissement, pourra donc pratiquer ces deux activités dans n'importe quel autre pays de l'Union. Mais une société qui n'aurait été agréée que pour faire du conseil en investissement, ne pourra s'établir dans un autre Etat membre.

### III - LES MODALITES D'EXERCICE DU PASSEPORT EUROPEEN

Les entreprises d'investissement ainsi définies sont libres d'établir dans un autre Etat membre une succursale (liberté d'établissement) ou d'y exercer directement leurs services (libre prestation de services).

#### 1. La liberté d'établissement

Elle signifie qu'une entreprise agréée et contrôlée par les autorités compétentes d'un Etat membre peut créer une succursale <sup>6</sup> sur le territoire d'un autre Etat membre pour y exercer les activités couvertes par son agrément sans avoir à solliciter un nouvel agrément auprès des autorités de l'Etat membre d'accueil.

La liberté d'établissement implique l'abolition des systèmes de *numerus clausus*, ce qui est déjà le cas en France <sup>7</sup>. Sous réserve des conditions d'accès aux marchés réglementés (voir *infra*), elle implique aussi, de façon implicite, la suppression de certains monopoles comme celui des sociétés de bourse sur la négociation

---

<sup>5</sup> L'article 3-1 dispose que : "L'agrément, au sens de la présente directive, ne peut en aucun cas être délivré pour des services qui ne relèvent que de la section C de l'annexe".

<sup>6</sup> Une succursale se distingue d'une filiale (qui est une entreprise entièrement soumise au droit du pays d'accueil) par le fait qu'elle n'est pas dotée de la personnalité juridique. Elle suppose cependant une présence permanente sur place.

<sup>7</sup> Article 24 alinéa 2 de la loi du 22 janvier 1988 : "aucune société de bourse nouvelle ne sera agréée avant le 31 décembre 1991."

des valeurs mobilières admises aux négociations par le CBV et sur des options, dans la mesure le législateur français pourrait difficilement interdire aux établissements de crédit nationaux de tels types d'opérations, alors qu'il serait obligé de les laisser effectuer par des établissements européens exerçant de telles activités dans leur pays comme par exemple les établissements de crédit allemands.

La seule contrainte à laquelle sont soumises les sociétés qui désirent établir une succursale dans un autre Etat membre consiste dans la notification à ses propres autorités compétentes de l'intention de s'établir dans un pays membre de l'Union (article 17 de la directive). Cette notification doit être accompagnée d'un "*programme d'activité*" dans lequel seront notamment indiqués le type d'opérations envisagées et la structure de l'organisation de la succursale, l'adresse à laquelle les documents pourront lui être réclamés dans l'Etat membre d'accueil et le nom des dirigeants de la succursale.

Les autorités compétentes du pays d'origine transmettent, dans un délai de trois mois, les informations ainsi recueillies aux autorités compétentes du pays membre d'accueil. Celles-ci disposent de deux mois pour indiquer à l'entreprise les conditions d'exercice des activités pour lesquelles il est demandé le passeport européen.

La directive prévoit la possibilité pour les autorités de l'Etat membre d'origine de ne pas transmettre la notification aux autorités du pays membre d'accueil, ce qui équivaut en fait à un refus de sortie pour ses propres entreprises. Mais ce refus ne peut être basé que sur l'inadéquation des structures administratives ou de la situation financière de l'entreprise et doit pouvoir faire l'objet d'un recours juridictionnel.

## **2. La libre prestation de services**

Elle signifie qu'une entreprise d'investissement établie dans un Etat membre pourra proposer ses services aux ressortissants d'un autre Etat membre sans nécessairement disposer d'une succursale dans cet Etat.

La seule obligation qui pèse sur l'entreprise est de notifier aux autorités compétentes de son propre Etat, son intention d'opérer en libre prestation de services dans un autre Etat membre de la Communauté, nommément désigné, et d'ajouter à cette notification un programme d'activité. Les autorités de l'Etat membre d'origine ne disposent que d'un mois pour les communiquer à leurs homologues du pays d'accueil. Ce n'est qu'à compter de cette

communication que l'entreprise peut effectivement commencer à opérer en libre prestation. Contrairement à la liberté d'établissement, la directive ne prévoit pas la possibilité pour les autorités de l'Etat membre d'origine de s'opposer à l'exercice effectif de la libre prestation.

En réalité, la question de la libre prestation de services ne se pose pas en matière financière de la même façon que pour les autres professions. Dans la mesure où la plupart des marchés fonctionnent sans qu'il soit nécessaire d'assurer sur place une présence physique il est probable que la majorité des entreprises d'investissement qui n'ont pas encore établi de filiale dans les autres pays de l'Union, souhaiteront bénéficier de la libre prestation de services plutôt que du libre établissement. C'est notamment pourquoi la directive distingue, comme on le verra, les marchés réglementés des marchés non réglementés.

\*

## SECTION II LE CONTROLE DES ENTREPRISES D'INVESTISSEMENT

Il peut être utile, afin de bien cerner le contenu de la directive sur ce point, de reprendre les distinctions que nous avons établies au sujet de l'organisation institutionnelle française et qui nous conduisent à distinguer, au sein du contrôle des entreprises, trois grandes fonctions qui sont la délivrance des agréments, la réglementation et le contrôle des règles établies.

### I - LA DELIVRANCE DES AGREMENTS

Deux points méritent d'être précisés s'agissant de la délivrance des agréments. En premier lieu, la directive maintient la délivrance des agréments de la seule autorité des Etats membres d'origine. En second lieu, elle pose un certain nombre de règles qui constituent une harmonisation minimale des conditions de délivrance des agréments.

#### 1. La délivrance des agréments reste de la seule autorité des Etats d'origine

La seule obligation que pose la directive en matière de définition des agréments réside dans le fait que tous les métiers qualifiés par elle d'entreprises d'investissement devront faire l'objet d'un agrément.

Pour le reste, la directive laisse une totale liberté aux législateurs nationaux pour définir les rapports qu'auront entre eux les différents agréments. Elle ne dit pas en effet, que l'agrément donné pour un métier est exclusif de tout autre. Elle semble même autoriser l'agrément multiple, puisqu'elle dispose que "*dans l'agrément sont spécifiés les services d'investissement visés à la section A de l'annexe que l'entreprise est autorisée à fournir*". Elle n'exclut pas davantage la possibilité pour les législateurs nationaux

de définir un agrément global, susceptible d'être démembré en plusieurs sous agréments ("*couponning*"). Il serait donc possible de définir un agrément global qui autoriserait l'exercice de l'ensemble des activités, et des agréments spécifiques qui, au contraire, ne vaudraient que pour l'exercice d'un seul métier.

Enfin, la directive laisse aux législateurs nationaux une grande liberté dans le choix des autorités habilitées à délivrer l'agrément. L'article 3 prévoit en effet que l'agrément est accordé par "*les autorités compétentes*" de l'Etat désignées conformément à l'article 22, lequel impose seulement que :

- Les Etats membres doivent désigner les autorités compétentes qui doivent exercer les fonctions prévues par la directive et informer la commission de la répartition éventuelle de ces fonctions.
- Ces autorités doivent être soit des autorités publiques, soit des organismes reconnus par le droit national ou par des autorités publiques expressément habilitées à cette fin par la loi nationale.
- Les autorités doivent disposer de tous les pouvoirs nécessaires pour accomplir leur mission.

## **2. L'harmonisation minimale des conditions de délivrance des agréments.**

La directive pose un certain nombre de conditions de fond et de procédure que les Etats membres devront respecter dans la délivrance des agréments, étant entendu, comme le rappelle l'exposé des motifs, que "*l'Etat membre d'origine peut, en règle générale, édicter des règles plus strictes que celles fixées dans la présente directive, en particulier en matière de conditions d'agrément, d'exigences prudentielles, et de règles de déclaration et de transparence*".

### **① Les conditions de fond**

La directive prévoit la possibilité d'accorder l'agrément aussi bien à des personnes morales qu'à des personnes physiques.

Elle impose toutefois que les personnes physiques doivent bénéficier d'un statut juridique qui assure aux intérêts des tiers un



niveau de protection équivalent à celui offert par les personnes morales et qu'elles fassent l'objet d'une surveillance prudentielle équivalente et adaptée à leur structure juridique. De surcroît, l'article premier de la directive prévoit que lorsque ces personnes physiques fournissent des services impliquant la détention de fonds ou de valeurs mobilières de tiers, elles doivent remplir certaines conditions tendant à assurer la sauvegarde de ces fonds ou titres.

Ces précisions étant apportées, six conditions de fond doivent présider à la délivrance des agréments :

*a) L'identité entre le siège social et le lieu d'exercice*

Les personnes morales devront avoir leur administration centrale située dans le même Etat membre que leur siège social statutaire. (*art. 3-2 premier tiret*)

Les personnes physiques devront avoir leur administration centrale dans le même Etat membre que celui qui a délivré l'agrément. (*art. 3-2 second tiret*)

*b) L'existence d'un capital suffisant*

Il faudra que l'entreprise dispose d'un capital suffisant, défini par la directive sur l'adéquation des fonds propres, (*art. 3-3 premier tiret*) soit en l'occurrence 750.000 écus, ce qui représente environ 5 millions de francs. Cette condition doit être vérifiée "à tout moment" par les autorités compétentes (*art. 8-1*).

*c) L'identité des actionnaires doit être connue et leur qualité adéquate à l'exercice d'une gestion saine et prudente*

L'article 4 prévoit en effet que l'agrément ne peut être accordé avant que l'identité des actionnaires ou associés, directs ou indirects, personnes physiques ou morales, qui détiennent une participation qualifiée ainsi que le montant de leur participation ait été connue.

*d) L'honorabilité des dirigeants*

L'article 3-3 second tiret prévoit que les personnes qui dirigent de fait l'activité de l'entreprise remplissent les conditions requises d'honorabilité et d'expérience. Cette condition doit être vérifiée "à tout moment" par les autorités compétentes (art. 8-1). Les autorités compétentes refusent l'agrément si, compte tenu de la nécessité de garantir une gestion saine et prudente de l'entreprise d'investissement, elles ne sont pas convaincues de la qualité desdits actionnaires ou associés. (art. 4 second alinéa)

*e) La nécessité d'avoir au moins deux dirigeants effectifs*

L'orientation doit être déterminée par au minimum deux personnes remplissant ces conditions (règle dite "des quatre yeux"). (art. 3-3 quatrième alinéa)

Cette condition doit être vérifiée "à tout moment" par les autorités compétentes (art. 8-1).

*f) L'existence d'un programme d'activité*

Les demandes d'agrément doivent être accompagnées d'un programme d'activité dans lequel sont indiqués le type d'opérations envisagées et la structure de l'organisation de l'entreprise d'investissement (art. 3-4).

② **Les conditions de forme et de procédure**

La directive pose six conditions de forme et de procédure qui n'appellent pas de commentaires particuliers :

*a) L'accord ou le refus d'agrément doit être donné dans les six mois. (art. 3-5)*

*b) Le refus doit être motivé. (art. 3-5)*

*c) L'agrément prend effet immédiatement. (art. 3-6)*

- d) Le retrait d'agrément ne peut intervenir que dans certains cas limitativement énumérés (art. 3-7).*

Ces cas sont : la non utilisation de l'agrément, pendant un délai de douze mois, l'obtention de l'agrément au moyen de fausses déclarations, le non respect des conditions d'octroi de l'agrément, le non respect des dispositions relatives aux fonds propres, le non respect des règles prudentielles ou déontologiques, ou tout autre cas prévu par la législation nationale.

- e) Lorsque l'entreprise sollicitant l'agrément est une filiale d'une entreprise d'investissement ou d'un établissement de crédit d'un autre Etat membre de la Communauté, les autorités compétentes de cet Etat doivent être consultées (art. 6).*

- f) Les autorités compétentes informent la Commission des relations des entreprises d'investissement communautaires avec les entreprises de pays tiers (agrément, prises de participation...) (art. 7).*

Il convient de terminer sur le problème des agréments en signalant que la directive prévoit dans son article 30 que les entreprises d'investissement déjà autorisées dans leur Etat membre d'origine à fournir des services d'investissement avant le 31 décembre 1995 sont réputées agréées aux fins de la présente directive si la législation de cet Etat membre a subordonné leur accès à l'activité au respect de conditions équivalentes à celles qui sont énoncées à l'article 3-3 et à l'article 4 (capital initial correspondant à la directive sur les fonds propres, dualité de direction, qualité des dirigeants et identification des actionnaires et associés).

## II - LA REGLEMENTATION DES ENTREPRISES D'INVESTISSEMENT

Il convient de distinguer ici entre les règles prudentielles, les règles déontologiques et les règles de participation à des entreprises d'investissement.

### 1. Les règles prudentielles

L'article 10 confie expressément aux Etats membres d'origine la compétence en matière prudentielle <sup>8</sup>.

Toutefois, comme en matière d'agrément, la directive établit que cette réglementation devra comporter un certain nombre de dispositions minimales, que l'on peut classer en deux séries, celles établies au niveau européen (fonds propres) et celles établies au niveau des Etats membres.

#### ① Les règles prudentielles de niveau européen

L'article 3-2 dispose en effet que *"les autorités compétentes de l'Etat membre d'origine exigent que l'entreprise d'investissement qu'elles ont agréées se conforment aux règles prévues par la directive 93/6/CEE"*, c'est à dire la directive sur l'adéquation des fonds propres.

#### ② Les règles prudentielles de niveau national

Outre les règles prudentielles posées pour la condition de délivrance des agréments et susceptibles d'être vérifiées à tout moment, les réglementations nationales doivent impérativement comprendre trois catégories de mesures ayant trait à :

---

<sup>8</sup> L'article 10 dispose en effet que *"L'Etat membre d'origine établit des règles prudentielles que l'entreprise d'investissement est tenue d'observer à tout moment"*

**a) *L'organisation administrative et comptable interne de l'entreprise d'investissement***

La directive prévoit que les Etats devront obliger les entreprises d'investissement "à avoir une bonne organisation administrative et comptable, des mécanismes de contrôle et de sécurité dans le domaine informatique, ainsi que des procédures de contrôle internes adéquates incluant notamment un régime des opérations personnelles des salariés de l'entreprise".

Elle prévoit également que l'entreprise devra être structurée et organisée de façon à restreindre au minimum le risque que des conflits d'intérêts entre l'entreprise et ses clients ou entre ses clients eux-mêmes ne nuisent aux intérêts des clients.

**b) *La protection des valeurs et des fonds des investisseurs***

Les Etats membres d'origine devront également veiller à ce que les entreprises d'investissement prennent les dispositions adéquates pour protéger les valeurs appartenant aux investisseurs, notamment en cas d'insolvabilité de l'entreprise.

Ils devront également mettre en place des règles visant à empêcher que les entreprises d'investissement utilisent les valeurs des investisseurs pour leur compte propre sans le consentement explicite de ceux-ci. Cette obligation qui vise à empêcher des opérations frauduleuses dites de "tirage sur la masse", telles que celles qui sont advenues en France dans l'affaire "Tuffier", ne s'appliquent toutefois pas aux établissements de crédit.

Dans le même ordre d'idées, l'article 12 prévoit que les entreprises d'investissement seront tenues d'indiquer aux investisseurs, avant d'entrer en relation d'affaires avec eux, quel fonds d'indemnisation ou quelle protection équivalente sera applicable en ce qui concerne la ou les opérations envisagées, la couverture offerte par l'un ou l'autre système, ou encore si aucun fonds ou aucune indemnisation n'existent.

**c) *L'enregistrement des opérations effectuées***

La directive prévoit que les entreprises d'investissement devront veiller à ce que l'enregistrement des opérations effectuées soit au moins suffisant pour permettre aux autorités de l'Etat membre d'origine de contrôler le respect des règles prudentielles

qu'elles doivent faire appliquer. Elle laisse aux autorités compétentes des Etats membres d'accueil le soin de déterminer la période pendant laquelle ces données devront être conservées.

## **2. Les règles déontologiques**

L'article 11 de la directive confie expressément la définition des règles déontologiques aux Etats membres d'accueil, c'est à dire ceux où le service est fourni.

Néanmoins, elle édicte un certain nombre de principes que cette réglementation devra faire respecter. Il s'agit, par exemple, d'obliger les intermédiaires financiers à agir *"loyalement et équitablement au mieux des intérêts de leurs clients et de l'intégrité du marché"*, ou encore de s'informer de la situation financière de leurs clients, de leur expérience en matière d'investissement et de leurs objectifs en ce qui concerne les services demandés.

## **3. Les règles relatives aux prises de participation dans les sociétés d'investissement**

L'article 9 de la directive prévoit que les Etats membres doivent instituer une procédure d'information préalable chaque fois qu'une personne envisage d'acquérir ou de céder, directement ou indirectement, une participation qualifiée dans une entreprise d'investissement ou envisage d'accroître ou de diminuer sa participation qualifiée de telle façon que le pourcentage des droits de vote ou de parts de capital détenus par elle franchit, à la hausse ou à la baisse, les seuils de 20, 33 ou 50%.

La directive prévoit également que les autorités compétentes puissent s'opposer, dans un délai maximal de trois mois, à une acquisition ou à une augmentation de participation si cette opération risque d'entraver la *"gestion saine et prudente de l'entreprise"*. Toutefois, si l'opération fait intervenir une entreprise agréée dans un autre Etat membre, les autorités compétentes de l'Etat d'accueil devront consulter leurs homologues afin d'évaluer l'acquisition.

Enfin, la directive prévoit que les entreprises d'investissement font connaître, une fois par an, l'identité des actionnaires ou associés qui possèdent des participations qualifiées ainsi que le montant des participations, tel qu'il résulte par exemple

des informations communiquées lors des assemblées générales annuelles des actionnaires ou associés.

De telles obligations, qui n'existent pas dans notre droit boursier actuel, devront faire l'objet d'une transposition.

### **III - LA SURVEILLANCE DES ENTREPRISES D'INVESTISSEMENT**

La directive établit trois régimes de surveillance distincts : la surveillance prudentielle qui est attribuée aux Etats membres d'origine, la surveillance réglementaire générale qui est en principe de la compétence des Etats membres d'origine mais peut être exceptionnellement exercée par les Etats membres d'accueil et enfin la surveillance des règles déontologiques et des règles d'intérêt général qui est toujours de la responsabilité des Etats membres d'accueil.

#### **1. La surveillance prudentielle**

Le paragraphe 3 de l'article 8 confie sans ambiguïté possible la surveillance prudentielle des entreprises d'investissement aux autorités compétentes de l'Etat membre d'origine<sup>9</sup>.

Par ailleurs, le paragraphe 1 du même article prévoit que cette surveillance doit se faire "à tout moment" concernant le respect des conditions relatives aux fonds propres, à la dualité de direction de l'entreprise, à l'honorabilité et à l'expérience de ses dirigeants.

---

<sup>9</sup> Cet article dispose en effet que «La surveillance prudentielle d'une entreprise d'investissement incombe aux autorités compétentes de l'Etat membre d'origine, que l'entreprise d'investissement établisse ou non une succursale ou qu'elle fournisse ou non des services dans un autre Etat membre, sans préjudice des dispositions qui comportent une compétence des autorités de l'Etat membre d'accueil»

Les autorités de l'Etat d'origine ont la possibilité d'exercer ce contrôle au moyen de "*vérifications sur place*" qu'elles peuvent exercer elles-mêmes, après en avoir informé les autorités de l'Etat membre d'accueil, ou qu'elles peuvent déléguer à ces mêmes autorités (article 24).

## 2. La surveillance réglementaire générale

La compétence des Etats membres d'accueil en matière de surveillance réglementaire générale des entreprises d'investissement, c'est à dire de la réglementation nationale autre que prudentielle et autre que d'intérêt général, est strictement encadrée par l'article 19 de la directive.

Cet article prévoit en premier lieu que les Etats membres d'accueil peuvent exiger des entreprises exerçant sur leur territoire par l'intermédiaire de succursales, un rapport périodique sur leurs activités et d'une façon générale, toutes les informations qu'ils peuvent exiger de leurs entreprises nationales que ce soit au titre de leurs responsabilités monétaires, ou des responsabilités leur incombant au titre de la directive. S'agissant des entreprises opérant en libre prestation de services, les Etats membres d'accueil peuvent exiger les informations nécessaires pour contrôler le respect par ces entreprises des normes générales qui leur sont applicables.

Il établit ensuite une procédure spécifique permettant d'assurer le respect de ces normes, par les entreprises d'investissement communautaires exerçant sur son territoire. Lorsqu'une entreprise contrevient à l'une de ces normes, l'Etat d'accueil peut tout d'abord exiger que l'entreprise mette fin à cette situation irrégulière. Si l'entreprise concernée ne fait pas le nécessaire, les autorités compétentes de l'Etat d'accueil en avertissent les autorités de l'Etat d'origine qui doivent prendre, dans les plus brefs délais, les mesures nécessaires et doivent en communiquer le contenu aux autorités de l'Etat d'accueil. Si en dépit des mesures ainsi arrêtées par l'Etat d'origine, ou si ces mesures font défaut ou se révèlent inadéquates, l'entreprise d'investissement continue d'enfreindre la législation de l'Etat d'accueil, les autorités compétentes de celui-ci peuvent, après en avoir informé les autorités de l'Etat d'origine, prendre "*les mesures appropriées pour prévenir ou sanctionner de nouvelles irrégularités et, au besoin, empêcher cette entreprise d'investissement d'effectuer de nouvelles opérations sur son territoire*".



Par ailleurs, la directive prévoit une procédure d'urgence permettant aux autorités compétentes de l'Etat d'accueil de *"prendre les mesures conservatoires nécessaires pour protéger les intérêts des investisseurs"*. Elle doit dans ce cas informer les autorités compétentes de l'Etat d'origine et la Commission européenne dans les plus brefs délais, étant entendu que celle-ci peut, après consultation des autorités de l'Etat d'origine, demander à l'Etat d'accueil de modifier ou de supprimer ces mesures.

### **3. La surveillance des règles déontologiques et des règles d'intérêt général**

La compétence des Etats membres d'accueil ne fait aucun doute s'agissant du respect des règles déontologiques. Le paragraphe 2 de l'article 11 prévoit en effet que *"sans préjudice des décisions à prendre dans le cadre d'une harmonisation des règles de conduite, la mise en oeuvre et le contrôle du respect de celles-ci demeurent de la compétence de l'Etat membre où le service est fourni"*.

De surcroît, le paragraphe 6 de l'article 19 prévoit que, s'agissant du respect des règles déontologiques, ou des règles d'intérêt général, la procédure définie en matière de respect de la réglementation générale n'est pas applicable. Cela signifie qu'un Etat membre d'accueil peut prendre toutes les mesures qu'il estime nécessaires, y compris l'interdiction d'exercice, à l'encontre d'une entreprise d'investissement d'un autre Etat membre qui contreviendrait aux règles déontologiques ou d'intérêt général qu'il a lui-même établies.

Enfin, le paragraphe 3 de l'article 24 prévoit expressément que les autorités de surveillance des Etats membres d'accueil peuvent procéder d'elles-mêmes, à des vérifications sur place des succursales établies sur leur territoire, afin de contrôler l'application des règles de déontologie ou des règles d'intérêt général.

### SECTION III LE CONTRÔLE DES MARCHÉS

D'après les informations dont dispose le groupe de travail, cette partie de la directive a été la plus difficile à négocier dans la mesure où les positions des négociateurs français, anglais et allemands tendaient à réaliser des objectifs partiellement ou totalement antagonistes, en fonction des caractéristiques propres de leur marché.

Ainsi, les représentants français poursuivaient trois objectifs. Ils souhaitaient en premier lieu mettre en place un corps minimal de règles relatives à la transparence des marchés, ceci dans le but, d'une part, de protéger les petits investisseurs auxquels les grands intermédiaires tendent naturellement à consentir des conditions moins favorables et, d'autre part, d'éviter une concurrence trop sévère par la déréglementation. La réalisation de cet objectif supposait une mise en oeuvre stricte du principe de concentration, c'est à dire de l'obligation pour les intermédiaires de passer par les marchés réglementés, quand ils existent. En second lieu, il était important de ménager la possibilité de créer à Paris un marché des blocs de titres encore à créer, ce qui nécessitait au contraire d'admettre une certaine opacité et une certaine discrétion dans les transactions. La réalisation de ces deux objectifs partiellement antagonistes se retrouve dans l'application qui a été faite du principe de concentration : c'est une simple faculté laissée aux Etats. Enfin, mais de façon accessoire, les négociateurs français auraient, semble-t-il, souhaité maintenir une filialisation obligatoire pour l'accès aux marchés des établissements de crédit.

En revanche, les Pays-Bas et le Royaume-Uni disposant de marchés financiers de blocs, caractérisés par leur opacité et la puissance des intermédiaires, banques ou *brokers* étaient opposés à l'harmonisation des règles de transparence et préféraient une libéralisation intégrale des marchés. L'Allemagne, quant à elle, voulait maintenir l'accès direct de ses établissements de crédit aux marchés. Le Royaume-Uni souhaitait surtout maintenir un marché de blocs du type SEAQ-International (*Securities Exchange by Automated Quotations*) dont l'activité continue de faire la prospérité de la place londonienne.

La France n'a pas obtenu gain de cause sur l'accès direct des établissements de crédit à la négociation des valeurs (sous réserve d'une phase transitoire jusqu'au 31 décembre 1996), mais elle

a pu faire prévaloir sa position sur l'établissement minimal de règles de transparence. Par ailleurs, tous les pays ont trouvé leur intérêt dans la définition d'un principe de concentration peu strict.

L'absence de positions tranchées, sur ce dernier point comme sur d'autres, ne doit donc pas surprendre et explique le caractère parfois obscur de l'articulation des différentes dispositions.

Il faut en retenir que la directive ne donne pas de définition opérationnelle des marchés réglementés et laisse le soin aux Etats membres à la fois d'en dresser la liste et d'en autoriser la création. En revanche, elle fait découler de la qualification de marché réglementé, un certain nombre de conséquences, dont il est difficile, à l'heure actuelle, de mesurer toute la portée. Enfin, elle établit la compétence de principe des Etats membres d'origine des marchés, pour le contrôle des opérations.

## **I - L'ABSENCE DE DEFINITION OPERATIONNELLE DES MARCHES REGLEMENTES ET LE POUVOIR DES ETATS MEMBRES EN LA MATIERE**

La directive ne donne pas de définition précise des marchés réglementés ou, plus exactement, définit les marchés réglementés comme ceux qui, d'une part, sont inscrits sur une liste définie par l'Etat membre d'origine et, d'autre part, obéissent à certains critères. Ces critères, n'allant pas au-delà de la définition généralement acceptée de marché réglementé, ne constituent pas des conditions contraignantes de qualification et l'on peut affirmer, sans prendre de risques, que celle-ci ressortit à la seule compétence des Etats membres d'origine qui conservent par ailleurs le droit d'autoriser la création de nouveaux marchés réglementés.

### **1. Des critères trop larges pour constituer des conditions contraignantes de qualification**

Si l'on excepte, l'inscription sur une liste, le paragraphe 13 de l'article premier définit cinq critères susceptibles de qualifier un marché comme réglementé.

### ① Un marché portant sur (presque) tout produit

La directive définit le marché réglementé comme étant "un marché d'instruments financiers visés à la section B de l'annexe". Ce recours à la technique de la liste conduirait logiquement à exposer quels sont les produits visés dans l'annexe. Mais, dans la mesure où, comme nous l'avons déjà vu, la section B de l'annexe vise la quasi totalité des instruments financiers existant à l'heure actuelle, il faut donc raisonner par *a contrario* et voir quels marchés ne sont pas susceptibles d'être déclarés comme réglementés.

Le premier marché entrant dans cette catégorie est le marché au comptant des devises, l'instrument "devises" n'étant effectivement pas inclus dans la liste donnée par la section B de l'annexe. Il convient d'observer que cette exclusion ne s'étend pas au marché à terme des devises, puisque sont visés dans l'annexe, les contrats d'échange (*swaps*) sur devises.

Le second marché auquel on pourrait éventuellement penser est celui des contrats portant sur des biens réels (au comptant ou à terme). Mais en dépit de la fusion dans certains pays, dont la France, des bourses de commerce avec les marchés à terme d'instruments financiers, ce marché ne peut être assimilé à un marché financier. En revanche, la question aurait pu se poser de savoir s'il faut inclure dans le champ de la directive les contrats à terme sur marchandises se dénouant par un règlement en espèces (contrats dit de *cash settlement*) ? La directive vise en effet les "contrats financiers y compris les instruments équivalents *donnant lieu à un règlement en espèces*" (section B de l'annexe point 3). Toutefois, un des considérants de l'exposé des motifs prévoit qu'il faut entendre par "instruments équivalents à un contrat financier à terme, les contrats qui font l'objet d'un règlement en espèces calculé par référence aux fluctuations de l'un ou l'autre des éléments suivants : les taux d'intérêt ou de change, la valeur de tout instrument énuméré à la section B de l'annexe, un indice relatif à l'un ou l'autre de ces instruments." Les contrats à terme sur marchandises sont donc exclus.

Enfin, est exclu explicitement le marché de l'or et celui des placements portant sur biens réels (diamants, containers...) qui ne figurent pas dans la section B de l'annexe.

Le constat que l'on peut faire sur ce premier critère est donc son absence de force contraignante.

## **② Un marché fonctionnant régulièrement**

Sans autres précisions, la condition de fonctionnement régulier s'apparente à une tautologie, dans la mesure, où par définition il ne peut y avoir de marché qui ne soit pas de "fonctionnement régulier", c'est à dire sur lequel des opérations sont effectuées sinon quotidiennement, du moins à échéances fréquentes.

En fait, l'on peut supposer que le législateur européen a cherché, par cette condition, à écarter des marchés financiers qui n'auraient d'autre existence que dans les textes de loi, laquelle suffirait à permettre l'application de la règle de concentration.

## **③ Un marché faisant l'objet d'une réglementation minimale**

Cette réglementation doit au moins définir les conditions d'accès au marché, les conditions de fonctionnement et les conditions de négociation. L'on retrouve ici le second élément de la définition d'un marché réglementé.

## **④ Un marché réglementé par des autorités publiques**

Le marché réglementé est celui dont les dispositions sont "établies ou approuvées par les autorités compétentes", c'est à dire (article premier, paragraphe 9) "soit des autorités publiques, soit des organismes reconnus par le droit national ou par des autorités publiques expressément habilitées par la loi nationale" (article 22-2) désignées par l'Etat membre et disposant "de tous les pouvoirs nécessaires pour accomplir leur mission" (article 22-3). On retrouve ici, le premier élément de la définition que nous avons donné au chapitre premier : l'existence d'une autorité publique, investie de prérogatives de puissance publique.

## **⑤ Un marché garantissant des conditions minimales d'information et de transparence**

Le dernier alinéa du paragraphe 13 de l'article premier prévoit que les marchés réglementés sont ceux qui "imposent le respect de toutes les obligations de déclaration et de transparence prescrites en application des articles 20 et 21". Poussée jusqu'au bout, de sa logique, la définition de conditions précises d'informations et de transparence aurait effectivement constitué un élément nouveau dans la définition des marchés réglementés. Mais

l'on s'aperçoit, à la lecture des articles 20 et 21, d'une part que certaines conditions d'information s'appliquent aux transactions, "qu'elles aient lieu ou non sur un marché réglementé" et, d'autre part, que les conditions de transparence sont celles que "chaque autorité prend, pour chacun des marchés qu'elle a inscrits sur la liste des marchés réglementés". Il convient d'observer que ces règles, fruit d'un compromis, sont une base minimale d'harmonisation bien inférieure au niveau requis pour les marchés français.

On doit donc considérer que ce sont les obligations de transparence qui découlent de la qualification par l'Etat du caractère réglementé d'un marché et non l'inverse. Il s'agit davantage d'une conséquence que d'un véritable critère.

## **2. Les pouvoirs des Etats membres en matière de définition et de création des marchés réglementés**

Non seulement la qualification d'un marché comme réglementé ressortit à la compétence des Etats membres, mais encore ceux-ci conservent-ils le droit d'autoriser ou d'interdire la création de nouveaux marchés réglementés.

### **① La qualification des marchés réglementés**

Le premier tiret du paragraphe 13 de l'article premier définit les marchés réglementés comme étant ceux "inscrits sur la liste visée à l'article 16 établie par l'Etat membre d'origine au sens de l'article premier point 6, c)". Deux précisions s'imposent.

L'Etat d'origine d'un marché est celui dans lequel l'organisme qui assure les négociations a son siège statutaire ou, à défaut, son administration centrale.

La liste, ainsi que les règles d'organisation et de fonctionnement des marchés qui y sont inscrits, doit être communiquée non seulement à la Commission mais aussi aux autres Etats membres. La Commission publie ces listes, avec leurs mises à jour, au moins une fois par an et doit faire un rapport avant le 31 décembre 1996 sur les informations reçues. Au vu de ce rapport elle devra éventuellement proposer des modifications à la définition des marchés réglementés. Ce dernier point mérite d'être souligné car il contient, de façon implicite au moins, une harmonisation à terme des

23) marchés qui devront être considérés comme réglementés et donc la résorption des entraves à la concurrence qui pourraient éventuellement résulter du choix qui a été fait de laisser aux Etats la liberté de la qualification.

### ② La création de nouveaux marchés réglementés

L'article 15-4 de la directive prévoit que les dispositions relatives à l'accès au marché, "ne préjugent pas de la faculté des Etats membres d'autoriser ou d'interdire la création de nouveaux marchés sur leur territoire".

Cette disposition est tout à fait capitale. Elle signifie que la concurrence entre les intermédiaires financiers doit avoir lieu sur les marchés et non entre les marchés eux mêmes. Il est exclu en effet que des entreprises de marché comme par exemple Matif S.A. puissent se prévaloir de la directive pour créer de toute pièce un marché de parquet portant sur les instruments financiers en Angleterre.

Néanmoins, il est clair que les deux formes de concurrence sont intrinsèquement liées dans le long terme et que le succès d'un marché dépend du nombre et de la qualité de ses intervenants.

Il convient d'observer sur ce point que la combinaison des pouvoirs de qualification et d'autorisation laisse aux Etats membres une très grande liberté de manoeuvre pour définir leur stratégie en fonction des caractéristiques propres de leurs marchés. En effet, la directive ne distinguant pas les marchés de gré à gré des marchés organisés, chaque Etat sera libre de faire basculer ces derniers dans la catégorie de son choix en fonction de sa position par rapport aux autres marchés européens de la même catégorie.

## II - LES CONSEQUENCES DE LA DÉCLARATION DE MARCHÉ RÉGLEMENTÉ

La déclaration de marché réglementé emporte trois séries de conséquences très importantes en matière d'accès au marché, d'applications de règles de transparence et de concentration des opérations.

### 1. L'accès au marché réglementé doit être ouvert

L'idée est ici qu'un marché réglementé doit être le plus ouvert possible, ce qui suppose que les restrictions concernant les modalités d'accès ou les conditions d'accès au marché doivent être le plus limitées possibles. Par ailleurs, des dispositions spécifiques prévoient, notamment, que les établissements de crédit doivent avoir accès à la négociation des valeurs traitées sur un marché réglementé.

#### ① Les modalités d'accès au marché

L'accès aux marchés réglementés découle directement du passeport européen et peut s'exercer aussi bien par la voie du libre établissement que par celle de la libre prestation. Toutefois, l'article 15-4 laisse entendre, par *a contrario*, que s'agissant des marchés exigeant une présence physique, l'autorité de marché peut imposer l'établissement d'une succursale. Lorsqu'une présence physique n'est pas indispensable, l'Etat d'origine de l'entreprise d'investissement doit permettre aux entreprises de marché d'établir, sur son territoire, les moyens permettant l'exercice de la libre prestation, autrement dit, l'installation d'écrans de négociation.

Il n'est pas nécessaire que l'accès au marché se fasse en qualité de membre, de même qu'il n'est pas nécessaire qu'il soit direct. En revanche, il comprend nécessairement l'accès aux systèmes de compensation et de règlement.

Par ailleurs, la déclaration de marché réglementé impose l'abolition des règles de *numerus clausus*, limitant l'accès de ce marché à un nombre limité de personnes (article 15-1). De surcroît lorsque, pour des raisons tenant à sa structure juridique ou à ses capacités techniques, un marché réglementé ne peut accueillir autant de personnes qui le souhaiteraient, les Etats membres sont tenus d'adapter régulièrement ces structures et ces capacités.



## **② Les conditions d'accès au marché réglementé**

La seule condition que l'Etat d'accueil (Etat d'origine de l'entreprise de marché) peut imposer aux entreprises d'investissement qui décident d'intervenir sur ses marchés est l'exigence du respect des règles relatives aux opérations sur ce marché, des règles professionnelles imposées au personnel, des règles et procédures des systèmes de compensation et de règlement, ainsi que des règles relatives à la constitution et à l'administration du marché. Les modalités d'application de ces règles peuvent être adaptées, notamment pour assurer la bonne fin des obligations, mais elles ne peuvent l'être de façon discriminatoire. (article 15-2)

Toute autre exigence, notamment en matière de fonds propres, est exclue, même si la directive rappelle que l'accès à un marché réglementé en qualité de membre, présuppose le respect des exigences d'adéquation des fonds propres posées par la directive 93/6/CEE et contrôlées par l'Etat membre d'origine.

## **③ L'accès direct des établissements de crédit**

Il convient de noter que la déclaration de marché réglementé, emporte expressément le droit pour les établissements de crédit d'accéder à la négociation des valeurs traitées sur ce marché (article 15-1). La seule concession faite aux Etats membres qui imposent aux établissements de crédit de passer par un intermédiaire pour négocier sur un marché, consiste en l'obtention d'un délai supplémentaire pour effectuer cette mise en harmonie. Ce délai prendra fin le 31 décembre 1999 pour l'Espagne, le Portugal et la Grèce et le 31 décembre 1996 pour les autres (dont la France).

En revanche, les dispositions relatives aux marchés réglementés, comme d'ailleurs l'ensemble de la directive, ne s'appliquent pas aux *kursmakler* allemands ni aux *hoekman* néerlandais, qui sont des intermédiaires officiels (courtiers réglementés) entre les établissements de crédits.

## **2. Le marché réglementé doit être soumis à certaines règles minimales de transparence**

Comme le souhaitent les négociateurs français, la qualification de marché réglementé emporte l'application d'un certain

nombre d'obligations minimales de transparence qui concernent la conservation de l'historique, la déclaration et la publication des opérations.

### **① L'obligation de conservation des données**

Le a) de l'article 20-1 prévoit que les entreprises d'investissement doivent conserver les "données pertinentes" sur les transactions effectuées en libre exercice, à la disposition des autorités compétentes de leur Etat d'origine, pendant une durée de cinq ans au moins.

Cette obligation de conserver l'historique des transactions s'impose dès lors que les transactions ont porté sur des instruments négociés sur un marché réglementé, que ces transactions aient eu lieu sur un marché réglementé ou non.

### **② L'obligation de déclaration des données**

Aux termes du b) du 1. de l'article 20, les entreprises d'investissement doivent déclarer ces mêmes transactions aux autorités compétentes de leur Etat d'origine dès lors que ces transactions portent sur des actions et titres assimilés, des obligations et titres assimilés, des contrats à terme standardisés sur actions, des options standardisées sur actions.

Ces déclarations sont soumises à des contraintes de délai (qui ne peut en aucun cas dépasser la fin du prochain jour ouvrable suivant l'opération) et de contenu (nom du titre, volume, date, heure, prix).

Les Etats membres d'origine peuvent toutefois limiter leurs propres prérogatives soit en ne faisant porter l'obligation de déclaration que sur l'ensemble des transactions lorsque celles-ci concernent des obligations ou titres assimilés, soit en renonçant purement et simplement à cette obligation lorsque l'entreprise est tenue à une obligation équivalente vis à vis des autorités dont relève le marché réglementé sur lequel elles ont eu lieu.

Enfin, il est important de noter que la déclaration peut être effectuée aussi bien par l'entreprise d'investissement que par l'autorité de marché (système de cotation).

### **③ L'obligation de publication des données**

L'obligation de publication est sans doute celle qui a fait l'objet de la plus grande attention de la part du législateur européen. En effet, la publication s'impose pour chaque instrument négocié et doit comporter, au début de chaque jour de fonctionnement du marché, le prix moyen pondéré, le prix le plus élevé, le prix le moins élevé et le volume négocié sur le marché réglementé en question au cours de l'entière journée de fonctionnement précédente (a) art. 20-2)

Si de surcroît la négociation a eu lieu sur marché continu fondé sur la confrontation des ordres ou sur un marché à prix affiché, la publication doit (b) art. 20-2) :

- porter à la fin de chaque heure de fonctionnement du marché, du prix moyen pondéré et du volume négocié sur le marché réglementé en question pendant une période de fonctionnement de six heures se terminant de telle manière qu'il y ait, avant la publication, un intervalle de deux heures de fonctionnement du marché ;

- porter, toutes les vingt minutes, sur le prix moyen pondéré du prix le plus élevé et sur le prix le moins élevé, sur le marché réglementé en question, calculé sur une période de fonctionnement de deux heures se terminant de telle manière qu'il y ait, avant la publication un intervalle d'une heure de fonctionnement du marché.

Comme pour la notion de marché réglementé, la Commission devra faire un rapport au Conseil de l'application de l'article 21 avant le 31 décembre 1997 en vue d'éventuelles modifications.

### **3. Le marché réglementé peut être concentré**

Le principe de concentration, posé par l'article 14-3 de la directive, est celui selon lequel les produits susceptibles d'être négociés sur un marché réglementé, doivent effectivement être négociés sur ce marché.

Il est le fruit d'une volonté française, mais reflète néanmoins un compromis : c'est une simple possibilité laissée aux Etats membres qui doivent par ailleurs ménager obligatoirement certaines exceptions.

### **① La concentration n'est qu'une possibilité**

La directive prévoit que les Etats membres peuvent exiger que les transactions aient lieu sur un marché réglementé, à trois conditions :

- l'investisseur réside ou est établi dans cet Etat membre ;
- l'entreprise d'investissement effectue la transaction soit par l'intermédiaire d'un établissement principal ou d'une succursale situé dans cet Etat membre, soit en libre prestation de services dans cet Etat membre ;
- la transaction doit porter sur un instrument négocié sur un marché réglementé de cet Etat membre.

L'idée qui se cache derrière le principe de concentration est qu'une entreprise d'investissement d'un Etat membre ne pourra pas proposer aux investisseurs d'un autre Etat membre, d'effectuer pour leur compte des opérations qui auraient du normalement être effectuées sur le marché réglementé de cet Etat, en dehors de ce marché. Cependant, l'obligation de concentration ne donne pas de monopole des transactions à un marché donné. Si un titre se négocie sur plusieurs marchés réglementés en Europe, la concentration est satisfaite dès lors que la négociation a lieu sur l'un quelconque de ces marchés.

### **② Elle doit comporter au moins une exception**

Le paragraphe 4 de l'article 14 prévoit en effet que les investisseurs résidents pourront, s'ils le souhaitent, faire effectuer leurs opérations en dehors des marchés réglementés de leur propre Etat.

Il s'agit là d'un droit accordé aux investisseurs, dans la mesure où leur propre Etat membre ne pourra leur refuser le bénéfice de cette possibilité. Ce droit peut néanmoins être soumis à un certain formalisme de la part des Etats membres qui pourront exiger qu'il fasse l'objet d'une autorisation expresse de la part de l'investisseur.

Cette exception préserve la possibilité de négociations de blocs sur des instruments qui sont habituellement négociés sur un marché réglementé, ce qui est le cas des titres de tous les grands émetteurs. Elle est destinée à protéger les petits investisseurs, mais on voit mal comment elle pourrait être refusée puisque la directive la

subordonne aux intérêts des grands investisseurs dont l'activité ne doit pas être entravée par cette autorisation.

Le principe de concentration est donc applicable selon des modalités qui l'affaiblissent assez considérablement, ménageant de larges possibilités de transactions de gré à gré sur des instruments par ailleurs négociés sur un marché réglementé. Il faut y voir la manifestation du découplage entre le traitement des petits investisseurs, qui opèrent sur un marché transparent, et des grandes entreprises et institutionnels, qui peuvent avoir besoin de méthodes spécifiques.

Il faut néanmoins rappeler que la transparence relative à la conservation des données s'applique aussi aux transactions de gré à gré portant sur un instrument négocié habituellement sur un marché réglementé. Cette nuance est importante : elle soumet une partie des opérations de gré à gré à un contrôle autonome, et elle évite de faire perdre toute portée à l'obligation de concentration.

On comprend dans ces conditions que l'application de ces dispositions risque d'être délicate, et c'est pourquoi la Commission doit prendre un rapport sur cet aspect avant le 31 décembre 1998, en proposant éventuellement des modifications.

### **III - LE CONTRÔLE DES OPÉRATIONS RESTE DE LA COMPÉTENCE DES ETATS D'ORIGINE DES MARCHÉS**

La distinction entre marchés réglementés et non réglementés est très importante quant au contrôle des opérations.

Il convient de distinguer ici les deux fonctions du contrôle : la réglementation, d'une part, la surveillance, d'autre part.

#### **1. La réglementation des opérations**

Chaque Etat membre dispose d'une compétence de principe pour définir la réglementation des opérations effectuées par des entreprises d'investissement dont il est l'Etat membre d'origine ou effectuées sur un marché réglementé soumis à son autorité. Cette compétence ne peut toutefois s'exercer que dans respect des règles minimales de transparence posées par la directive.

C'est ce que rappelle le paragraphe 5 de l'article 19 s'agissant des obligations de déclaration et de conservation : "chaque Etat membre peut, d'une manière non discriminatoire, adopter ou maintenir dans le domaine régi par le présent article des dispositions plus strictes quant au fond et à la forme sur la conservation et la déclaration de données relatives aux transactions".

C'est ce que rappelle également dans une rédaction similaire, le paragraphe 3 de l'article 20 au sujet de l'obligation de publication. Il pose toutefois une condition supplémentaire qui tient au fait que ces dispositions plus strictes "soient applicables quelque soit l'Etat membre où est situé l'émetteur de l'instrument financier ou l'Etat membre sur le marché duquel l'instrument a été coté pour la première fois".

## **2. La surveillance des opérations**

Pour ce qui est des marchés réglementés, la surveillance des opérations est de la compétence des Etats membres d'accueil.

S'agissant en revanche des marchés non réglementés, la surveillance n'est pas, par définition, celle des opérations mais celle des entreprises. Elle est de la responsabilité des Etats membres d'origine.

Ce contrôle est organisé librement dans la mesure où la directive ne prévoit rien d'autre que l'exercice par une autorité publique ou par des organismes reconnus par le droit national ou une autorité publique (art. 22-3). Cette disposition imposera néanmoins pour la France d'élever au rang législatif certaines dispositions du Règlement général du Conseil des Marchés à Termes ou du Conseil des Bourses de Valeurs, qui prévoient la possibilité de déléguer certains de leurs pouvoirs de contrôle à des entreprises de marché comme Matif SA ou la SBF.

Toutefois, il convient de signaler que la directive édicte un certain nombre de règles qui s'imposent aux Etats membres dans la définition des pouvoirs qu'ils délèguent à leurs autorités de surveillance. Ces règles ont trait à la collaboration des autorités de surveillance, au secret professionnel et au régime juridique des actes des autorités de surveillance.

### ① La collaboration des autorités de surveillance

L'article 23 de la directive pose le principe d'une *"collaboration étroite"* des autorités de surveillance, susceptible de s'exercer à plusieurs niveaux.

Cette collaboration doit d'abord être organisée à l'intérieur de chaque Etat membre. Elle s'impose aussi bien aux autorités de surveillance elles-mêmes, lorsqu'il y en a plusieurs, qu'aux Etats, qui doivent veiller *"à ce qu'une telle collaboration s'instaure entre ces autorités compétentes et les autorités publiques"*.

Elle s'impose ensuite entre les autorités compétentes des Etats membres, lorsqu'une entreprise d'investissement exerce son activité dans un ou plusieurs Etats. Elle prend alors la forme d'une double obligation. Les autorités de surveillance ont en effet une obligation de communication, sur simple demande, de toutes les informations concernant la gestion et la structure de propriété des entreprises d'investissement de nature à faciliter leur surveillance ou à en rendre plus aisé le contrôle. Les autorités compétentes d'un Etat membre d'accueil ont également une obligation d'information, lorsqu'elles décident, sur la base des pouvoirs propres qui leur sont reconnus en matière de respect des règles déontologiques, d'infliger des sanctions ou de restreindre l'activité d'une entreprise d'investissement d'un autre Etat membre.

### ② Les règles relatives au secret professionnel

La directive rappelle dans son article 25, que les personnes exerçant ou ayant exercé une activité pour les autorités compétentes chargées du contrôle ou pour leur compte, soient tenues au respect du secret professionnel. Elle encadre de façon très stricte, les cas dans lesquels ces personnes pourront utiliser les informations confidentielles qu'elles sont susceptibles de détenir. Néanmoins, cette disposition, déjà appliquée en droit français par la référence systématique des différents textes instituant des autorités de surveillance aux dispositions de l'article 378 du code pénal, ne soulève aucune difficulté. <sup>10</sup>

---

<sup>10</sup> L'article 21 de la loi du 22 janvier 1988 sur les bourses de valeur prévoit que "Le Conseil des bourses de valeurs, le Conseil du marché à terme, la commission bancaire, la Commission des opérations de bourse et le conseil de discipline des OPCVM sont autorisés, nonobstant toute disposition contraire, à

En revanche, la directive prévoit que le secret professionnel ne sera pas opposable entre les différentes autorités compétentes des Etats membres, ce qui suppose une modification de notre législation sur le secret professionnel (article 25-2).

### ③ Les actes des autorités de surveillance

Sur ce point, la directive prévoit, en premier lieu, que les autorités de surveillance doivent disposer, à l'encontre des entreprises d'investissement qui enfreindraient la réglementation applicable, du pouvoir d'adopter des mesures ou d'infliger des sanctions permettant de mettre fin aux infractions constatées ou à leurs causes (article 27).

Elle prévoit, en second lieu, que ces décisions, ainsi que celles relatives à l'agrément, puissent faire l'objet d'un recours juridictionnel (article 28).

\* \*  
\*

}}  
\_\_\_\_\_

se communiquer les renseignements nécessaires à l'accomplissement de leurs missions respectives."



## CHAPITRE IV

### ENJEUX, OPTIONS ET PROPOSITIONS

Afin d'éclairer les choix du législateur, le groupe de travail s'est efforcé de présenter les enjeux de la directive sur les services d'investissement et les différentes options de transposition. Le groupe a souhaité également, à ce stade préliminaire de l'élaboration de la loi, proposer quelques pistes de réflexion.

#### SECTION I LES ENJEUX DE LA DIRECTIVE

La transposition de la directive sur les services d'investissement comporte deux enjeux de nature *fort différente* : un enjeu économique qui concerne les professionnels et dont les effets se mesureront dans le long terme ; un enjeu juridique qui s'adresse directement au législateur et qui exige une réponse immédiate.

##### I - UN ENJEU ECONOMIQUE À LONG TERME

L'enjeu économique est double. C'est, naturellement, celui de l'accroissement de la concurrence résultant de la création d'un marché unique et de ses effets sur l'industrie française des services financiers. Mais, au-delà de cet enjeu sectoriel, la directive comporte un enjeu global pour notre économie. L'intermédiation financière joue un rôle clef dans le développement des marchés financiers. Or, aujourd'hui, le financement de l'économie française provient pour les deux tiers du crédit bancaire. C'est une économie d'endettement. Assurer les conditions du développement des métiers du titre, c'est donc permettre de s'orienter davantage vers une économie de marchés financiers.

## 1. L'accroissement de la concurrence en matière de services financiers

☺ Du point de vue économique, la première question qui se pose est de savoir la forme que prendra la concurrence au lendemain de la mise en place du marché unique des services financiers. S'agira-t-il d'une compétition entre les intermédiaires ou bien d'une bataille entre les marchés ?

### ① La concurrence entre les intermédiaires

Une concurrence significativement accrue entre intermédiaires financiers semble peu probable, du moins à court terme pour trois raisons au moins.

En premier lieu, l'intermédiation financière européenne sort d'une crise de plusieurs années due à la conjonction de chocs institutionnels (les *big bangs*) et économiques (*krachs* financiers et crises monétaires) qui ont provoqué une baisse des transactions et incité les opérateurs au recentrage plutôt qu'à l'expansionnisme. Preuve en est le repli sur leur base des grands intermédiaires britanniques comme américains.

Ensuite, comme pour l'intermédiation bancaire ou pour le secteur des assurances, les intermédiaires financiers étrangers qui souhaitaient s'établir sur notre territoire l'ont déjà fait. C'est le cas, pour ne citer qu'un seul exemple de la société américaine J.P. Morgan, présente en France depuis plus d'un siècle.

Enfin, le nombre de groupes financiers ou bancaires européens capables d'être simultanément présents sur tous les marchés, dans tous les pays et sur tous les segments de l'intermédiation, reste très limité.

Si une guerre de l'intermédiation européenne doit avoir lieu, il est peu probable qu'elle se traduise par l'établissement de nouvelles succursales. Au contraire, elle s'exercera, vraisemblablement par la voie de la libre prestation de services qui permet aux intermédiaires, quelle que soit leur taille, de s'insérer, à un coût réduit, dans un marché. Les modalités d'exercice de l'intermédiation financière, qui ne nécessite dans la plupart des cas qu'un terminal d'ordinateur, un téléphone et une télécopie,

constituent les conditions idéales de développement d'une telle forme de concurrence.

C'est pourquoi celle-ci se traduira plus probablement par une guerre des marchés que par une guerre des métiers.

### ② La concurrence entre les marchés

La concurrence entre les marchés financiers ne se manifestera sans doute pas par la création ou l'installation de nouveaux marchés réglementés, les pays d'accueil en conservant la maîtrise. En revanche, on assistera vraisemblablement à une exacerbation de la compétition actuelle entre les différentes places financières européennes qui tenteront d'attirer vers elles le plus grand nombre de transactions et de cotations.

Au demeurant, cette forme de concurrence correspond à l'objectif recherché : la mise en place d'un vaste marché européen des capitaux susceptible d'assurer une allocation optimale de l'épargne par des transferts des pays excédentaires vers les pays déficitaires.

Elle suppose néanmoins que plusieurs conditions soient réunies. La première d'entre elle, la libéralisation des capitaux, est désormais établie. Le passeport européen accordé aux intermédiaires financiers en constitue un autre élément important. Mais il ne suffit pas. D'autres conditions sont nécessaires qui expliquent que l'on n'ait pas assisté ces trois dernières années à des transferts massifs d'épargne d'un pays à l'autre de l'Union.

On peut tout d'abord s'interroger sur le rôle joué par l'absence de monnaie unique dans la compétition entre places financières. Un marché unifié composé de plusieurs sous-ensembles, peut évidemment fonctionner avec un système monétaire multidevises, comme c'est le cas actuellement. Mais beaucoup des perturbations actuelles des marchés financiers proviennent de la coexistence de la liberté des mouvements de capitaux avec un système monétaire européen dont l'objectif est la fixité des parités. Par ailleurs, la logique intime d'un marché unique débouche nécessairement sur une monnaie unique, permettant l'appréciation la plus juste des prix des différents actifs. La monnaie unique nous semble donc, plus que le libre exercice des professions financières, la condition d'une compétition accrue entre places financières.

La deuxième condition réside dans la mise en place de systèmes de règlement-livraison des titres échangés. De grandes centrales de conservation existent déjà au niveau européen (CEDEL, EUROCLEAR). Elles joueront sans doute un rôle déterminant dans

la mise en place du marché unique des services financiers. On relèvera d'ailleurs qu'existe, dans le cadre des travaux du comité des gouverneurs de la Banque des règlements internationaux, un projet de connexion des chambres de compensation, plus connu des professionnels sous son nom anglais de *ACH linkage* (*Automated Clearing House linkage*).

Enfin, la mise en place d'un tel marché nécessite un cadre juridique européen qui dépasse la simple harmonisation minimale des règles de surveillance. Cela suppose l'établissement de règles communes en matière de droit de propriété et de droit des sociétés. L'exemple de la règle du "zéro-heure",<sup>11</sup> dont le législateur français a du récemment écarter l'application aux systèmes d'échange de moyens de paiement, est révélateur de cet alignement nécessaire des législations nationales.

On peut inférer de ces divers éléments que la bataille des intermédiaires ne se développera pas considérablement dès le lendemain du 31 décembre 1995. Comme le soulignait un rapport de l'ISMA (*International Securities Market Association*) de février 1993, le marché financier unique nécessitera une amélioration de l'environnement réglementaire et la mise en place d'un système généralisé de compensation de l'écu. C'est pourquoi, il n'y aura sans doute pas de bouleversement immédiat de la situation actuelle. La concurrence entre places financières s'accroîtra, mais de façon progressive.

Néanmoins, les conséquences pour les autres intervenants des marchés financiers risquent d'être beaucoup plus importantes et beaucoup plus immédiates que pour les intermédiaires eux-mêmes.

Pour les émetteurs tout d'abord, un surcroît de concurrence entre intermédiaires financiers risque de peser fortement sur leurs choix. Par exemple, si se mettait en place, à Londres ou ailleurs en Europe, une sorte de NASDAQ européen, la tentation serait très forte pour les sociétés françaises à la recherche de capital risque, d'aller se faire coter sur ce marché plutôt que sur le second marché français. Il existe donc un risque réel de délocalisation des décisions de cotation.

---

<sup>11</sup> Cette règle qui concerne la détermination du moment à partir duquel un ordre de paiement peut être considéré comme irrévocable entraînait un handicap réglementaire pour notre pays. Elle a été écartée par l'article 8 de la loi n° 93-1444 du 31 décembre 1993 portant diverses dispositions relatives à la Banque de France, à l'assurance, au crédit et aux marchés financiers.

De la même façon, les épargnants français seront sans doute tentés de recourir à des intermédiaires non résidents si ceux-ci leur proposent des services de meilleure qualité à des coûts plus faibles. Il est peu probable que les petits investisseurs bénéficient directement, du moins dans un premier temps, de cette concurrence accrue.

En effet, les activités de transmetteurs d'ordres, teneurs de livres et conseils en investissement auxquels les investisseurs sont directement voire exclusivement confrontés, sont exercées par les grands établissements bancaires ayant à leur disposition de vastes réseaux de collecte et de distribution. Pour les concurrencer, les autres intermédiaires financiers européens devront venir s'installer en France, par l'intermédiaire de succursales, ce qui, pour les raisons déjà indiquées, semble peu probable à court terme.

En revanche, les fonds de placement mutuels, tels les fonds de pension ou les OPCVM, seront les premiers à bénéficier d'une compétition accrue entre intermédiaires financiers et notamment les négociateurs. Par conséquent, un risque de découplage des marchés financiers existe avec, d'une part, un marché des blocs, unifié, délocalisé, de gré à gré, et dominé par les intermédiaires anglo-saxons et, d'autre part, des marchés nationaux de petits ordres.

Le tableau ci-après illustre la puissance financière de ces grands investisseurs institutionnels.

### Les fonds de placement mutuels

(en milliards de dollars)	1 985	1 991
Etats-Unis	495.5	1 346.7
Canada	7.4	43.0
Japon	99.0	349.4
Corée	7.1	36.8
Europe	175.4	862.3
Allemagne	42.3	174.6
France	84.6	396.5
Royaume-Uni	29.4	100.0
Italie	16.3	47.5
Espagne		24.8
Belgique	2.8	4.7
Luxembourg		114.2
<b>Total</b>	<b>784.4</b>	<b>2 638.2</b>

Source : Goldstein & Co, 1992

## 2. Le choix du mode de financement de notre économie

Les exemples étrangers les plus significatifs, tels que ceux de l'Allemagne et des Etats-Unis, montrent que le développement des marchés financiers est inversement proportionnel au poids du système bancaire.

Le tableau ci-après met en évidence que la part des prêts bancaires représente environ les deux tiers des dettes des entreprises en Allemagne, alors que cette part en représente moins d'un tiers aux Etats Unis et a tendance à diminuer.

### Importance relative de l'intermédiation bancaire en Allemagne et aux Etats-Unis

	Dépôts bancaires en % des actifs financiers des entreprises	Dépôts bancaires en % des actifs financiers des ménages	Prêts bancaires en % des dettes des entreprises
<b>Allemagne</b>			
1980	57.7	60.5	63.1
1985	51.1	54.5	60.9
1990	43.8	48.9	61.3
<b>Etats-Unis</b>			
1980	17.8	23.1	33.0
1985	21.5	23.4	29.2
1990	18.8	21.3	25.4

Source : Goldstein & Co. 1992

Comme nous l'avons vu en présentant le modèle anglo-saxon, des incompatibilités importantes peuvent exister entre les métiers du crédit et ceux des marchés financiers. Face à une entreprise qui a besoin de capitaux, une banque ne préférera-t-elle pas prêter plutôt que de placer une augmentation de capital dans le public ?

La France a longtemps été une économie d'endettement caractérisée par l'importance du crédit bancaire dans le financement de l'économie et par la place croissante occupée par les banques. Néanmoins, cette situation a évolué depuis le milieu des années 80 et notre pays se situe aujourd'hui à la croisée des chemins.

Dans ces conditions, donner à l'industrie française des services financiers les moyens de se défendre dans la compétition européenne qui s'annonce, c'est aussi permettre aux marchés financiers de jouer un rôle accru dans le financement de l'économie.

Il est essentiel d'énoncer explicitement cet enjeu, véritable face cachée de la transposition de la directive.

Il souligne l'importance d'adapter le cadre juridique de l'intermédiation financière, défi lancé au législateur.

(Encours en milliards de francs)

	Financement par le crédit			Financement par les marchés			
				Marchés monétaires et obligataires			Capitalisation boursière
	Etat	ANF hors Etat	Total	Etat	ANF hors Etat	Total	
1985	207.5	3 673.0	3 880.5	723.7	321.7	1 045.4	598.0
1986	183.4	3 882.9	4 066.3	886.5	382.0	1 268.5	990.3
1987	163.7	4 297.8	4 461.5	1 031.1	412.0	1 443.1	830.8
1988	213.1	4 790.1	5 003.2	1 122.6	478.2	1 600.8	1 350.5
1989	180.1	5 356.8	5 536.9	1 269.5	569.4	1 838.9	1 952.0
1990	216.9	5 924.1	6 141.0	1 389.8	633.9	2 023.7	1 561.2
1991	220.4	6 261.3	6 481.7	1 493.5	684.2	2 177.7	1 803.1
1992	162.7	6 460.9	6 623.6	1 787.2	736.3	2 523.5	1 808.7
1993	195.2	6 413.3	6 608.5	2 149.8	733.3	2 883.1	2 692.0

ANF : Agents non financiers

Source : Commission des Opérations de Bourse

## II - UN DÉFI JURIDIQUE À COURT TERME

L'analyse des chapitres précédents a montré qu'existait, sur le plan réglementaire, une nette différence entre l'approche de la directive qui définit les professions par rapport aux métiers et le cadre juridique français caractérisé par l'enchevêtrement des statuts.

Toutefois, la directive ne fait pas obligation aux législateurs nationaux de refondre leur droit financier afin de consacrer l'approche par métiers. Elle pose simplement le principe du libre exercice de certains de ces métiers dans l'ensemble de l'Union européenne, et va dans le sens d'un accès direct des établissements de crédit à la négociation de valeurs mobilières.

L'enjeu juridique consiste donc à apprécier si les intermédiaires financiers français disposent actuellement du cadre juridique adéquat pour faire face, dans des conditions optimales, à l'accroissement de la concurrence.

### 1. Le caractère satisfaisant du cadre juridique actuel

Plusieurs arguments militent en faveur du *statu quo*. Le premier est la place satisfaisante de l'intermédiation financière française qui occupe le deuxième rang en Europe, loin derrière la Grande-Bretagne, mais légèrement devant l'Allemagne.

Puisque la situation ne serait pas si mauvaise, le second argument serait de ne pas sacrifier l'efficacité actuelle des marchés et des métiers français sur l'autel de la rationalité conquérante. Ce d'autant moins qu'il ne faut pas perturber outre mesure les intermédiaires financiers au moment même où l'on ouvre l'exercice de leur profession aux grands vents de la concurrence européenne.

Enfin, notre législation financière est récente et date, pour l'essentiel, de la fin des années 1980. Dans ces conditions, il peut apparaître prématuré de réformer entièrement une législation qui vient à peine d'être mise en place et qui n'a pas encore eu l'occasion de démontrer son efficacité.



A ces arguments, l'on pourrait ajouter l'idée que la compétitivité d'un secteur économique dépend d'abord de la vitalité de ses entreprises et non du cadre juridique qui les entoure. Vieux débat.

## **2. La nécessité de repenser notre cadre juridique**

S'agissant tout d'abord de la place de nos intermédiaires financiers en Europe, de récentes études, dont celle du groupe de travail du Président Esteva <sup>12</sup>, ont montré le potentiel important de développement de ce secteur, notamment en termes d'emploi.

Si l'on compare en effet les situations française et américaine, force est de constater que les rapports entre les capitalisations boursières et les P.I.B., sont très inégaux, au moins pour ce qui est des actions. Ce rapport est de 35 % pour la France (après privatisations) et de 86 % pour les Etats-Unis. Dans ces conditions, le rapport Esteva estime à environ 100 % le potentiel de croissance du marché français. Une telle évaluation peut apparaître optimiste. Mais il ne faut pas oublier que la capitalisation boursière du marché des actions ne représentait que 11 % du P.I.B. en 1975.

Il faut bien admettre, toutefois, que la seule refonte du cadre juridique des intermédiaires financiers n'y suffirait pas. Une telle progression supposerait en effet la poursuite du programme de privatisations du côté de l'offre et la mise en place de véritables fonds de pensions du côté de la demande. Elle n'est donc qu'un élément parmi d'autres.

Le second point de comparaison porte sur les effectifs employés. Aux Etats-Unis, les effectifs cumulés du NYSE et du NASDAQ représentent 657.000 personnes. En France, 4.400 personnes seulement sont employées par des sociétés de bourse. Si l'on y ajoute les quelques 20.000 personnes qui, selon une enquête récente de l'AFB, exercent dans les banques, des métiers de l'intermédiation financière, les effectifs de ce secteur économique représentent d'environ 25.000 personnes. En respectant le rapport des P.I.B., le rapport Esteva estime à environ 45.000 personnes le potentiel d'emploi de la profession.

---

<sup>12</sup> *L'industrie des valeurs mobilières à l'horizon 1996 AFSB décembre 1993*

	NASDAQ	NYSE	TOTAL	FRANCE
Membres	308	5 260	5 568	44
Effectifs	230 000	427 000	657 000	25 000
Capitalisation actions *	4 035	615	4 650	348
Transactions sur actions *	6 872	3 507	10 379	468
Capitalisation obligations *	2 044	601	2 645	674
Transactions sur obligations *	48	2	50	3

\* en milliards de dollars

Source : Fédération internationale des bourses de valeurs,  
International Council of Securities Associations, SBF

Par ailleurs, il convient de garder à l'esprit que l'enchevêtrement des statuts et la multiplicité des autorités de tutelle ne protégeront en aucune manière les intermédiaires financiers français. Tout au contraire. Les intermédiaires des autres pays de l'Union qui décideront d'exercer en France le feront sous le statut défini par leur propre pays et sous le contrôle de leurs autorités de surveillance nationales.

Autrement dit, si l'accès ou l'exercice des métiers du titre dans notre pays est rendu trop difficile par une réglementation complexe ou des autorités de surveillance aux compétences mal définies, seuls les intermédiaires français en souffriront. Compte tenu de la méthode normative utilisée pour créer le marché unique des métiers financiers, la complexité du droit national ne jouera aucun rôle défensif, mais au contraire entravera le développement de stratégies offensives.

Dans le même ordre d'idées, on peut penser que si le statut juridique n'est pas une condition suffisante pour le développement des marchés financiers, il n'en est pas moins une condition nécessaire.

Enfin, sur l'aspect récent de notre législation financière, l'on peut objecter que le cadre juridique tracé par la loi du 22 janvier 1988 sur les bourses de valeur a été mis en place pour faire face à une situation de crise et avait un caractère transitoire. Le cadre dessiné par la directive a lui, vocation à régir le droit financier européen pendant de longues années.

**Le législateur devra donc choisir, au plus tard le 1<sup>er</sup> juillet 1995, entre les deux approches juridiques, celle qui lui paraîtra le mieux à même d'assurer un cadre de développement propice et pérenne à nos intermédiaires financiers. De là, apparaissent clairement les options possibles.**

\*

## SECTION II LES OPTIONS DE TRANSPOSITION

En simplifiant le débat, deux familles d'options sont concevables. La première, que nous qualifierons de minimaliste, comprend les options qui consisteraient à ne transposer en droit français que le strict nécessaire. La deuxième, que nous qualifierons, par opposition à la précédente, de maximaliste, comprend toutes les options qui tireraient parti de la transposition de la directive pour réformer largement notre droit des marchés financiers.

### I - LES OPTIONS MINIMALISTES

Dans cette optique, seront modifiés les seuls éléments de notre droit financier qui doivent l'être. Cela impliquera de poser le principe de la reconnaissance mutuelle des agréments, de modifier, en tant que de besoin, notre dispositif de surveillance des entreprises d'investissement et de déterminer la liste des marchés réglementés.

#### ① La reconnaissance mutuelle des agréments

La reconnaissance mutuelle des agréments impose au législateur national de vérifier, d'une part, que l'accès à toutes les professions financières susceptibles d'être regardées comme entreprises d'investissement au regard de la directive européenne soit soumis à un agrément, (c'est le volet interne de la transposition) d'autre part, d'introduire, pour chacun des statuts régissant l'exercice de ces professions, le libre établissement et la libre prestation (c'est le volet externe de la transposition).

##### a) *Le volet interne de la transposition*

La soumission à un agrément des différents statuts des professions correspondant à la notion d'entreprise d'investissement est une obligation juridique. L'article 3-1 de la directive dispose que "*chaque Etat membre fait dépendre d'un agrément, l'accès à l'activité des entreprises d'investissement dont il est l'Etat membre*

*d'origine*". Mais c'est aussi un impératif économique dans la mesure où l'agrément donné en droit interne vaut passeport européen.

Il est donc important de vérifier que l'accès aux professions susceptibles d'être qualifiées d'entreprises d'investissement soit bien soumis, en droit français, à l'obtention d'un agrément.

C'est à l'évidence le cas des agents du marché interbancaire, agréés par le Comité des établissements de crédit, (article 69 de la loi bancaire), des sociétés de bourse, agréées par le Conseil des bourses de valeurs, (article 4 de la loi boursière) des maisons de titres et des établissements de crédit, agréés par le Comité des établissements de crédit (article 15 de la loi bancaire), des sociétés de gestion de portefeuilles enfin, agréées par la Commission des opérations de bourse (article 23 de la loi sur la transparence des marchés financiers).

La question ne se pose pas pour les professions libérales, les entreprises d'assurance, les OPCVM et les institutions à statut spécial (Trésor, Banque de France, Caisse des dépôts ...) ainsi que pour les sociétés d'investissement, toutes expressément exclues du champ d'application de la directive.

Les établissements financiers qui peuvent exercer des activités d'intermédiation financière à titre principal, mais ne sont soumis à aucun agrément soulèvent un délicat problème. Cette catégorie établie par le 4° de l'article 71-1 de la loi bancaire est une notion importée du droit communautaire destinée, d'une part, à dispenser les *investment banks* britanniques d'avoir à obtenir un agrément en tant qu'établissement de crédit lorsqu'elles exercent en France et, d'autre part, à donner un statut plus clair aux compagnies financières françaises, telles que définies par l'article 72 de la loi bancaire. La population des établissements financiers français, autres que les compagnies financières (une cinquantaine environ dont la Compagnie financière de Suez), est très mal connue et ne devrait pas excéder, selon certaines estimations, la dizaine d'établissements. Il faudra néanmoins modifier les articles 71-1 et 72 de la loi bancaire, si l'on veut faire bénéficier ces compagnies financières du passeport européen.

#### *b) Le volet externe de la transposition*

Il consiste à introduire dans notre droit positif les dispositions de nature à permettre le libre exercice ou la libre prestation de services des entreprises d'investissement des autres pays de l'Union.

Cela suppose une refonte importante de la loi boursière de 1988, de la loi de 1885 sur les marchés à terme, de la loi sur la transparence des marchés de 1989 et de la loi bancaire de 1984 sur le modèle de ce qui a été fait par la loi n° 92-665 du 16 juillet 1992 pour l'intermédiation bancaire.

### **② La modification du dispositif de surveillance des entreprises**

La directive impose l'harmonisation de l'ensemble des règles relatives à la délivrance des agréments, des règles prudentielles et déontologiques ainsi que celles relatives aux prises de participation.

Par ailleurs, devront être transcrites en droit interne les règles relatives à la collaboration des autorités de surveillance, (au moins en ce qui concerne la collaboration de nos autorités compétentes avec les autorités des autres pays de l'Union), les règles relatives au secret professionnel et à la mise en harmonie, le cas échéant, du régime juridique des actes de ces autorités avec les dispositions de la directive.

### **③ La détermination de la liste des marchés réglementés**

Deux questions se posent. Faut-il que le législateur établisse cette liste lui-même ou en délègue l'établissement à une autorité publique (ministre de l'économie, Banque de France...)? Faut-il donner des critères de définition ou au contraire laisser libre l'établissement de cette liste ?

La définition par la loi a le mérite de la clarté. Mais elle risque de figer l'évolution des marchés, et impliquera de recourir à une nouvelle loi, chaque fois que l'on souhaitera modifier un élément de la liste, ce d'autant plus que cette liste sera mise à jour chaque année par la Commission.

Laisser libre l'établissement de la liste est un facteur de souplesse permettant de réagir rapidement en fonction de l'application de la directive par nos partenaires. Il n'y aurait que peu d'avantages à figer dans la loi des critères de définition des marchés réglementés. En effet, le recours à des critères de définition exonère les autorités publiques d'avoir à dresser une liste et assure une certaine égalité de traitement. Or dans ce cas particulier, la définition de critères généraux ne dispensera pas de l'établissement

d'une telle liste imposée par l'article 16 <sup>13</sup>. Par ailleurs, le traitement égalitaire n'a pas grand sens, puisque la qualification de chaque marché devra être précédée d'un examen approfondi de sa situation et des avantages ou des inconvénients qu'il est susceptible de tirer de son classement en tant que marché réglementé ou en tant que marché non réglementé, eu égard à l'état de la concurrence des autres marchés européens.

Concrètement, le classement de la Bourse, du MATIF et du MONEP comme marchés réglementés ne devraient soulever aucune contestation. Ces marchés devraient ainsi pouvoir bénéficier de la possibilité de concentrer les transactions.

En revanche, le classement du marché des titres de créance négociables sera beaucoup plus difficile à effectuer dans la mesure où ce marché ne répond que partiellement aux critères des marchés réglementés (absence de réglementation des opérations). De plus, son classement dans la catégorie des marchés réglementés, présente un intérêt incertain puisqu'il concerne essentiellement des opérateurs institutionnels. Au cas où le choix de ne pas l'inscrire sur la liste des marchés réglementés serait fait, il faudra s'accommoder de l'ambiguïté de son appellation de "marché réglementé" dans de nombreux textes de droit interne.

## II - LES OPTIONS MAXIMALISTES

Les options maximalistes reposent sur l'idée qu'il faut profiter de la transposition de la directive pour revoir l'organisation du statut des intervenants et clarifier les compétences des autorités de tutelle. Si on ne saurait en donner une présentation générale, on peut néanmoins s'efforcer de présenter les grands débats sous-jacents qu'il conviendra de trancher.

---

<sup>13</sup> *Cet article dispose qu' "il appartient à chaque Etat membre (...) d'établir la liste des marchés réglementés dont il est l'Etat membre d'origine et qui sont conformes à sa réglementation, et de communiquer pour information aux autres Etats membres et à la Commission cette liste ainsi que les règles d'organisation et de fonctionnement de ces marchés réglementés".*

## **1. La place de la "banque universelle" dans l'intermédiation financière**

La première question à laquelle le législateur aura à répondre est bien celle de la place qu'il convient de réserver aux établissements de crédit dans l'univers de l'intermédiation financière.

Nous savons que le choix qui a été fait dans notre pays par le législateur de 1984 est celui de la banque universelle, ce qui en fait recouvre deux idées bien distinctes. La première est qu'une même banque peut exercer toutes les opérations de banque (article premier de la loi bancaire). La seconde est qu'elle peut en plus exercer certains métiers de l'intermédiation financière (article 5 de la loi bancaire).

Il est clair que la question de la redéfinition des métiers bancaires est hors de notre sujet et que la transposition de la directive sur les services d'investissement ne saurait être l'occasion de revenir sur la définition des différents statuts bancaires tels que définis à l'article 18 de la loi bancaire <sup>14</sup>. Ce faux débat écarté, la vraie question est de savoir quel type de relation il convient d'établir entre le monde du crédit et celui du titre.

Deux types de réponses peuvent être faits.

### **① La séparation des métiers du titre et des métiers du crédit**

On peut estimer en premier lieu qu'il convient d'établir une séparation rigide entre l'activité de banque commerciale (activité liée au crédit) et l'activité financière, (activité liée à la négociation d'instruments financiers). Est-ce possible, est-ce souhaitable ?

Cette solution, retenue par le législateur américain et, avec lui, par le législateur britannique, présente de grands avantages, dont celui de susciter des débats passionnés. En toute objectivité, force est de constater qu'elle n'a pas nui au développement des marchés financiers anglo-saxons, bien au contraire.

---

<sup>14</sup> Avant la loi bancaire de 1984, la loi du 2 décembre 1945 distinguait trois statuts différents : les banques de dépôts qui ne pouvaient recevoir du public que des dépôts à vue ou à terme n'excédant pas 2 ans ; les banques de crédit à long et moyen terme, qui ne pouvaient recevoir de ressources ni consentir de crédits d'un terme inférieur à 2 ans ; les banques d'affaires qui étaient, notamment, des banques de prise et de gestion de participations. Cette distinction fut largement vidée de sa portée par les décrets des 25 janvier 1966, 23 décembre 1966 et 1<sup>er</sup> septembre 1967.



Mais il serait inutile de s'interroger sur son opportunité, sans acquérir la certitude de sa faisabilité. Or de ce point de vue, il semble bien qu'elle soit impossible à mettre en oeuvre dans notre pays, tant la place aujourd'hui occupée par les établissements de crédit dans l'intermédiation financière est importante. Depuis la loi boursière de 1988, il n'y a plus de métier de l'intermédiation financière, même dans le milieu très fermé de la négociation, où les grandes banques n'exercent leur emprise. Les sociétés de bourses, totalement ou même partiellement indépendantes, se comptent désormais sur les doigts d'une seule main.

De surcroît, une telle séparation irait dans le sens contraire de l'évolution que semble dessiner la directive <sup>15</sup>.

Nous avons vu en effet que l'article 15-3 de la directive impose aux pays dans lesquels les établissements de crédit n'ont pas accès directement à la négociation de valeurs mobilières, de permettre aux établissements de crédit des autres Etats membres d'y accéder, au moins lorsque la négociation est exercée sur un marché réglementé et au plus tard le 31 décembre 1996 (à l'exception de l'Espagne, du Portugal et de la Grèce qui pourront maintenir leur législation actuelle jusqu'au 31 décembre 1999).

Il est important de préciser sur ce point ce que beaucoup considèrent comme inéluctable : la fin du monopole de la négociation des valeurs mobilières accordé aux sociétés de bourse.

La directive n'implique nullement pour les Etats d'origine d'abolir ce monopole pour leurs propres entreprises. Elle impose simplement d'autoriser les entreprises qui peuvent exercer ce type d'activités dans leur propre pays, par exemple les banques allemandes, à pouvoir le faire également sur tous les marchés déclarés réglementés de l'Union, et ce à compter du 31 décembre 1996.

---

<sup>15</sup> *L'exposé des motifs souligne qu'il s'agit "d'une réforme importante dont toutes les conséquences méritent d'être réévaluées au vu du développement des marchés financiers ; que compte tenu de ces éléments, le rapport que la Commission adressera au Conseil sur ce sujet au plus tard le 31 décembre 1998 devra prendre en compte tous les facteurs permettant à celui-ci d'apprécier de nouveau pour ces Etats membres (ceux qui interdisent actuellement aux établissements de crédit de négocier directement des valeurs mobilières) les conséquences, et notamment les risques de conflits d'intérêts et le degré de protection de l'investisseur". Par ailleurs, l'article 15-3 qui introduit précisément ce rapport prévoit que "Le Conseil, statuant à la majorité qualifiée sur cette proposition, peut décider de la révision de ce régime".*

Dans ces conditions il serait envisageable de maintenir l'interdiction, pour les établissements de crédit français, de procéder directement à la négociation de valeurs mobilières.

Il faut bien avouer qu'une telle interdiction serait un défi lancé à la logique car pourquoi interdire aux banques françaises de faire en France ce que pourront faire les banques allemandes ? Pourquoi les priver d'aller concurrencer les banques allemandes en Allemagne ?

A cela s'ajoute un argument de pur droit relevé justement dans le rapport du Président Esteva. Si le Conseil d'Etat a en effet admis en 1979 que le Traité de Rome ne saurait faire obstacle au droit de la France d'imposer à ses propres ressortissants des mesures moins favorables que celles appliquées aux ressortissants des autres Etats membres <sup>16</sup>, l'évolution ultérieure de la jurisprudence de la Cour de justice des communautés européennes tend à considérer que cette forme de "discrimination à rebours" ne joue pas dans les domaines qui font l'objet d'une politique commune, ce qui est le cas des services d'investissement depuis l'intervention de la directive. Dès lors, une telle interdiction serait susceptible d'être contestée par les établissements de crédit français devant la Cour de justice des communautés européennes.

La question n'est donc pas, nous semble-t-il, d'interdire aux banques d'exercer les métiers de l'intermédiation financière (séparation stricte). Elle n'est même pas de savoir s'il convient de les maintenir écartées de la négociation ou d'étendre leurs compétences à l'ensemble des métiers du titre (séparation souple), elle est tout simplement de savoir s'il convient de maintenir un ou plusieurs statuts spécifiques pour l'intermédiation financière.

## ② L'exclusivité bancaire

La question se pose en effet, dans l'hypothèse où l'on accorderait aux banques la faculté d'exercer directement la négociation de valeurs mobilières, de savoir que faire du statut des sociétés de bourses et autres intervenants spécifiques des marchés financiers. Faut-il les supprimer, les laisser subsister ou encore les intégrer dans le cadre plus général des établissements de crédit ? Cette dernière solution ne serait pas nouvelle : c'est celle retenue pour les maisons de titre.

---

<sup>16</sup> CE, Ass., 27 juillet 1979, *Syndicat national des fabricants de spiritueux consommés à l'eau*, Leb. p.335.

Si l'on admet en revanche qu'il faille préserver un statut autonome pour l'intermédiation financière, la question se pose alors de savoir s'il convient ou non de redéfinir la segmentation des métiers du titre.

## **2. La nouvelle segmentation des métiers**

La situation actuelle, caractérisée à la fois par la multiplicité et l'enchevêtrement des statuts n'est pas satisfaisante.

La distinction entre les maisons de titres et les sociétés de bourse, pour ne prendre qu'un seul exemple, ne nous semble être d'aucune utilité. Ces deux statuts permettent aux intervenants d'exercer l'ensemble des activités de l'intermédiation financière, à l'exception du placement pour les sociétés de bourse, ce qui leur impose de prendre également le statut de maison de titres pour pouvoir exercer cette dernière activité.

Cette confusion est nuisible à l'intermédiation financière elle-même, car susceptible de décourager les candidats à entrer dans la profession.

Mais l'absence de lisibilité et de compréhension nuit également au développement du système financier dans son ensemble. Nombre d'investisseurs ignorent sans doute tout des différences entre les maisons de titres, les sociétés de bourse, les gestionnaires de portefeuilles, les sociétés financières ou encore les sociétés d'investissement. Cette incompréhension n'est pas de nature à les inciter à se diriger vers un milieu trop souvent réputé pour sa technicité et sa sélectivité et il n'est guère surprenant dès lors que beaucoup d'entre eux préfèrent s'adresser à leurs interlocuteurs familiers que sont les banques pour effectuer des placements bien souvent éloignés des marchés financiers.

La clarté de l'ordonnancement juridique n'est peut être pas une condition suffisante pour disposer de marchés financiers florissants. Mais à rebours, la confusion des genres n'a jamais été un facteur de développement.

A partir de ce constat, dans quel sens convient-il d'évoluer ?

Il est imaginable en premier lieu de définir autant de statuts qu'il y a de métiers. Serait ce forcément une bonne chose ? Cette solution est contestable dans la mesure où les métiers évoluent et l'on risquerait par conséquent d'en figer l'évolution. Par ailleurs, les intermédiaires financiers ont besoin de pouvoir exercer plusieurs

métiers en fonction de leur taille et de leurs ambitions, lesquelles varient au fur et à mesure de leur développement. Pour ces raisons cette solution nous semble devoir être écartée.

Il est envisageable, à l'opposé, de fondre, au sein d'un même statut, l'ensemble des métiers de l'intermédiation financière. Ce serait en quelque sorte la transposition *mutatis mutandis* de l'approche de la banque universelle. Mais cette solution ne nous semble guère pertinente ici car elle aboutit à se priver de l'intérêt de la segmentation qui est de pouvoir exiger des niveaux de fonds propres et des règles différenciées en fonction des risques encourus.

Entre ces deux options, il y a sans doute place pour une voie intermédiaire qui consisterait à regrouper les professions par grandes familles de métiers en s'efforçant de tirer parti des synergies qui existent entre eux.

### **3. La redéfinition du dispositif de surveillance de l'intermédiation financière et la place à donner aux différentes autorités**

La question des autorités est une question dérivée du choix qui sera fait en matière de redéfinition des statuts.

Ou nous décidons de modifier le statut des intermédiaires, et il faudra alors changer également la configuration du dispositif de surveillance en fonction de l'approche adoptée. Ou nous refusons de changer le statut des intermédiaires financiers et dans ce cas il n'y a pas de raison majeure de toucher au système tel qu'il existe.

Force est toutefois de tenir compte du problème particulier posé par la place de la COB dans nos institutions et qui mériterait, en tout état de cause, une clarification.

Notre pays est en effet le seul à avoir mis sur le même plan que les autorités professionnelles, une institution autonome, compétente pour la plupart des marchés et disposant de larges pouvoirs réglementaires, d'enquête, d'injonction et de sanctions. Dans de nombreux cas, l'existence d'une telle structure ne va pas sans poser des problèmes de frontière avec les autorités plus particulièrement en charge de certains marchés. Conflits qui ne

peuvent être tranchés que par le juge puisque les autorités ne sont pas hiérarchisées.

Il faut bien reconnaître que jusqu'à présent il n'y a pas eu de contradiction majeure dans les décisions adoptées par chacune de ces autorités car leurs textes constitutifs leur imposent une obligation d'information réciproque<sup>17</sup> et de coopération<sup>18</sup>. Par ailleurs, le Président du Conseil des bourses de valeurs est membre du collège de la Commission des opérations de bourse.

Cependant, les interprétations données par ces deux autorités sur l'application de leur réglementation respective ont parfois divergé lorsque elles ont eu à intervenir sur un sujet commun<sup>19</sup>. Récemment encore, on a pu voir la COB demander la radiation de certaines valeurs de la cote officielle, et le CBV rejeter cette requête<sup>20</sup>.

Pour ces raisons, il serait souhaitable, quelle que soit l'option retenue, que ces problèmes de frontière soient clarifiés et que le rôle de la COB soit défini avec plus de précision.

\*

---

<sup>17</sup> L'article 6 de la loi boursière de 1988 prévoit que le Conseil des bourses de valeurs doit demander l'avis de la Commission des opérations de bourse avant l'homologation de son règlement général. En sens inverse, l'article 4-1 de l'ordonnance de 1967 prévoit que la Commission des opérations de bourse doit recueillir l'avis du Conseil des bourses de valeurs lorsqu'elle prend un règlement concernant un marché relevant de l'autorité de ce dernier.

<sup>18</sup> article 21 de la loi boursière de 1988 précité.

<sup>19</sup> *Affaire société Quadral contre Finmeccanica et CSEE, Paris 20 novembre 1991 ; Rev. sociétés, avril juin 1992 p. 327 note D. Carreau et J.Y. Martin ; Bull Joly, janvier 1992 p 76 § 17, note M. Jeantin ;*

*Affaire Anastassiades et autres c/ Pinault SA et autres, Paris, 10 mars 1992 ; Rev. sociétés, 1992, p. 229, chronique M. Vasseur. Cf également Bull Joly, avril 1992, P. 425 § 137 note A. Viandier*

<sup>20</sup> *Affaire Société Electricité et eaux de Madagascar*

### **SECTION III LES PROPOSITIONS DU GROUPE DE TRAVAIL**

Proposer c'est choisir, et le présent rapport n'échappe pas à la loi du genre.

Le groupe de travail préconise de tirer parti de la transposition pour refondre notre système. Il insiste sur la nécessité de redéfinir les statuts des intermédiaires financiers, dans le sens de la simplification et du maintien, voire du renforcement de l'autonomie des métiers du titre, condition essentielle du développement des marchés financiers.

#### **I - POUR UNE TRANSPOSITION QUI AILLE AU-DELA DE LA SIMPLE MISE EN PLACE DU PASSEPORT EUROPÉEN**

Il serait tentant, devant la complexité des problèmes à résoudre, de se contenter d'intégrer en droit français les seuls éléments mentionnés à propos des options minimalistes : reconnaissance mutuelle des agréments, modification, en tant que de besoin, du dispositif de surveillance de nos entreprises, détermination de la liste des marchés réglementés et y ajouter la suppression du monopole des sociétés de bourse.

Une telle option nous semble devoir être écartée.

En effet, dans un système de droit où les entreprises d'investissement seront agréées et contrôlées par leur Etat d'origine, seules les entreprises françaises auront à souffrir de la cartellisation des autorités de contrôle et de l'enchevêtrement des statuts.

L'encadrement juridique ne peut pas rendre compétitives des entreprises qui ne le sont pas. Mais il constitue néanmoins une

condition de cette compétitivité et il appartient au législateur de veiller à ce que ce qu'il n'entrave pas le développement économique.

La directive sur les services d'investissement nous fournit de ce point de vue une occasion inespérée pour remettre à plat la stratification des statuts qui s'est opérée au gré des crises et des progrès technologiques depuis plus d'une décennie.

Si nous laissons se constituer le grand marché unique des services financiers sans même poser la question de savoir si le cadre juridique actuel de l'intermédiation financière permettra à nos entreprises de faire face à la concurrence, nous prenons le risque de voir un jour les intermédiaires financiers nous reprocher de ne pas l'avoir fait.

## **II - POUR UN STATUT UNIQUE DE L'INTERMÉDIATION FINANCIÈRE QUI EN PRÉSERVE L'AUTONOMIE**

Trois options sont envisageables : la séparation stricte des métiers du titre et du crédit, l'exclusivité bancaire et la séparation souple des deux professions.

On peut le regretter, mais il est désormais trop tard pour revenir sur la séparation des métiers du titre et du crédit. Cette voie, économiquement impossible en France et juridiquement contestable en raison de la directive doit être abandonnée.

L'exclusivité bancaire a le mérite de la simplicité. Elle n'en comporte pas moins de sérieux inconvénients au premier rang desquels celui de ne pas tenir compte de la spécificité de culture des métiers du titre par rapport aux métiers du crédit. Plus fondamentalement encore, il y a des divergences d'intérêt entre les deux métiers qui nous inclinent à penser qu'il faut préserver l'autonomie de l'intermédiation financière.

De surcroît, cette solution ne semble pas suffisamment protectrice pour les épargnants. Le conseil en investissement, la gestion de portefeuilles ou encore l'analyse financière supposent une totale liberté de manoeuvre. Faire de ces professionnels des salariés des établissements de crédit, n'est pas servir au mieux les intérêts des épargnants et permettre une allocation optimale de leurs ressources.

**C'est pourquoi, le groupe de travail a souhaité voir subsister un statut autonome de l'intermédiation financière, laissant le choix à tous les intervenants, y compris les banques, de cantonner cette activité dans une structure totalement dédiée.**

**De plus, le groupe propose de clarifier l'enchevêtrement des statuts et d'établir un statut unique des intermédiaires financiers, qui pourrait prendre le nom d'entreprise d'investissement.**

Les établissements de crédit pourraient choisir entre l'exercice direct des métiers de l'intermédiation financière ou la filialisation dans une entreprise d'investissement. Les intermédiaires financiers actuels pourraient choisir de rester autonome.

**Cette solution offrirait ainsi une totale liberté de choix aux intervenants.**

Les entreprises d'investissement pourraient exercer leur activités sur tous les marchés. S'agissant des marchés réglementés, une habilitation spéciale pourrait toutefois leur être exigée par les entreprises de marché. Ces dernières pourraient ainsi, dans les limites fixées par la directive, poser des conditions plus strictes d'accès à leur propre marché.

Le statut des entreprises d'investissement se décomposerait en plusieurs sous statuts selon la méthode dite du "*couponning*". En d'autres termes, les intermédiaires pourraient, au moment de l'agrément, choisir d'exercer la totalité des métiers ou seulement l'un d'entre eux.

Une telle méthode permet d'adapter les exigences en fonds propres aux possibilités et aux ambitions de chacun. Elle permet de surcroît d'exploiter les synergies existant entre métiers principaux et métiers auxiliaires.

Les coupons ou sous statuts devraient être inspirés de la directive. Mais il n'est pas nécessaire qu'ils en soient le décalque parfait.

Le groupe de travail propose la segmentation suivante.

Serait identifié, dans un premier statut, le métier de négociateur pour compte propre. Se superposant à ce statut, celui de négociateur pour compte de tiers autoriserait en outre l'exercice la contrepartie et du courtage. Il permettrait, avec le cas échéant une mise en fonds propres plus importante, d'exercer également la compensation et la conservation de titres.

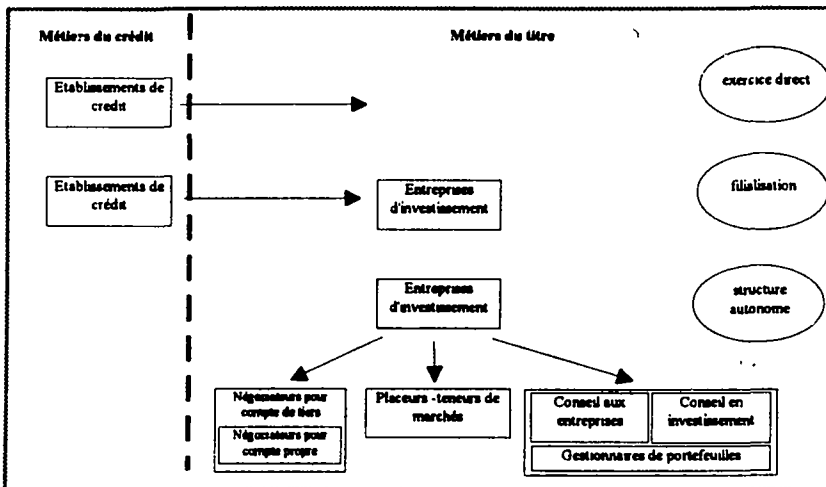


Feraient l'objet d'un deuxième statut, les métiers de placeur sur le marché primaire et de teneur de marché sur le marché secondaire. Ce statut donnerait ainsi la possibilité, mais non l'obligation, d'exploiter les synergies existantes entre le marché primaire et le marché secondaire. Il nécessiterait un apport en fonds propres plus important que pour le précédent.

Enfin, serait défini un dernier statut qui recouvrirait le métier de gestionnaire de portefeuilles (sur base individuelle ou collective), de conseil en investissement, de conseil aux entreprises et de transmetteur d'ordres. Ce statut serait celui qui nécessiterait le moins de fonds propres. Des règles déontologiques très strictes devraient être posées afin d'assurer l'indépendance des gestionnaires de portefeuilles vis à vis de leurs actionnaires. La sanction la plus efficace serait la publication des infractions.

Les entreprises d'investissement ainsi définies devraient pouvoir, sous certaines limites et conditions, accorder des crédits à des fins d'investissement. C'est la contrepartie logique de l'intervention directe des établissements de crédit dans l'intermédiation financière

Ce schéma, aurait pour mérite de reprendre, en le simplifiant, les cinq métiers principaux que distingue la directive : transmetteurs d'ordres, négociateurs pour compte de tiers, négociateurs pour compte propre, placeurs et gestionnaire de portefeuilles. Il exploiterait les synergies existant entre métiers principaux et métiers auxiliaires.



Dans une telle configuration, qui laisserait la plus grande souplesse à chaque acteur pour choisir son statut en fonction de sa stratégie, il y aurait donc coexistence des métiers du titre et de ceux du crédit. L'expérience seule permettra de vérifier laquelle des trois solutions est la plus pertinente : exercice direct, filialisation ou structure autonome.

### **III - POUR UNE REDEFINITION DU PAYSAGE INSTITUTIONNEL**

Le groupe de travail souhaite une modification de la place et du rôle des autorités financières de façon à les rendre plus aptes à assurer l'autonomie des métiers du titre.

Dans cette optique, il suggère que soit mise en place une autorité publique indépendante qui se situe non pas à côté, mais au-dessus des autorités professionnelles. Cette autorité pourrait être la COB, déjà chargée de veiller au bon fonctionnement des marchés de valeurs mobilières.

Le groupe de travail propose également de fusionner les autorités professionnelles en une autorité unique, chargée d'assurer le contrôle des entreprises d'investissement.

Ces propositions que le groupe de travail a jugé utile de formuler à l'issue de ses travaux, ne sauraient constituer qu'une contribution à l'indispensable débat qui devrait s'engager, dans les meilleurs délais.

#### **1. La fusion des autorités professionnelles**

La mise en place d'un organisme unique de contrôle des entreprises d'investissement serait cohérente avec une redéfinition des statuts par métiers. Cet organisme, proposé par le groupe de travail présidé par M. de la Serre, pourrait très bien prendre l'appellation de "Conseil des Marchés financiers" (CMF).

L'idée force qui milite en faveur de l'unification est l'unité croissante entre les marchés au comptant et les marchés dérivés. En effet, la vraie coupure fonctionnelle ne passe pas par la distinction comptant/dérivé, mais par la distinction actions/taux. Chaque intervention au comptant sur l'un de ces marchés se traduit,

de plus en plus, par une opération de couverture sur le marché dérivé correspondant. Ces interactions sont devenues très fortes. Par exemple, les transactions portant sur le contrat notional 10 % du MATIF jouent un rôle prépondérant dans la formation des taux d'intérêt à long terme. Dans ces conditions, il serait utile d'instituer une entité de contrôle capable d'avoir une vue d'ensemble des marchés financiers.

### ① Les pouvoirs du Conseil des Marchés Financiers

S'agissant en premier lieu du contrôle des entreprises, il semblerait logique de lui attribuer à la fois la réglementation et l'agrément des entreprises d'investissements. Le CMF pourrait se voir confier également le rôle d'autorité disciplinaire, habilitée à sanctionner les manquements des intervenants, entreprises ou dirigeants.

Le pouvoir de réglementation comprendrait l'établissement des règles prudentielles, des règles déontologiques et des règles d'intérêt général, dans le cadre tracé par la directive sur les services d'investissement.

Concernant l'agrément, le problème se poserait vis à vis des établissements de crédit intervenant directement dans les métiers de l'intermédiation financière. Trois solutions paraissent envisageables.

La première est de soumettre les établissements de crédit à l'agrément du CMF pour l'ensemble de leurs activités "annexes", c'est à dire en matière d'intermédiation financière. Une telle solution ne nous semble pas aller dans le sens de la simplicité, puisqu'elle conduirait à exiger des établissements de crédit un double agrément.

La seconde consisterait à n'exiger aucun agrément supplémentaire pour les établissements de crédit désireux d'exercer, en direct, des activités d'intermédiation financière. Cette solution ne nous paraît guère plus satisfaisante, au moins pour ce qui concerne la possibilité qui sera vraisemblablement accordée aux banques de faire de la négociation de valeurs mobilières. En effet, le fait de disposer des fonds propres nécessaires pour exercer l'activité de banque ne signifie pas nécessairement que les impétrants possèdent les qualités requises pour exercer ce type d'activité.

Un sous agrément spécifique des établissements de crédit, au moins pour ce qui est de la négociation de valeurs

mobilières, semble donc nécessaire. Il pourrait être accordé par le Comité des établissements de crédit, après avis du CMF.

S'agissant du contrôle des opérations, le CMF se substituerait logiquement au Conseil des bourses de valeurs et au Conseil des marchés à terme. Il exercerait alors la fonction de réglementation pour l'ensemble des marchés financiers, y compris celui des titres de créance négociables, si et seulement si, il apparaît opportun de déclarer celui-ci marché réglementé. Dans cette optique, la Banque de France conserverait néanmoins autorité sur le marché des titres de créance d'une durée inférieure à un an, c'est à dire autres que les bons à moyen terme négociables.

La fonction de surveillance des opérations pourrait en revanche être exercée, par délégation du CMF, par les entreprises de marché elles-mêmes qui se positionneraient dans ce schéma, au niveau qui est celui des SRO's dans le système anglo-saxon. Elles disposeraient alors d'un pouvoir de réglementation des marchés placés sous leur responsabilité et d'un pouvoir de surveillance des opérations, incluant le pouvoir de sanction.

L'unification de ces compétences au sein du CMF ne dispensera pas du maintien d'équipes spécialisées en fonction du type d'opération.

S'agissant enfin de l'examen et du contrôle des opérations financières (telles que les offres publiques), le CMF bénéficierait d'une délégation de pouvoirs de la Commission des opérations de bourse placée, comme on le verra ci-après, au sommet de la hiérarchie des autorités de marché.

## ② La composition du Conseil des Marchés Financiers

Le collège du Conseil des marchés financiers pourrait être composé de neuf professionnels et de six représentants des autorités publiques.

Les représentants des autorités publiques, seraient le directeur du Trésor, le Président de la Commission bancaire, un conseiller d'Etat, un conseiller à la Cour de Cassation et deux conseillers désignés par les commissions des finances des assemblées parlementaires.

S'agissant des représentants professionnels ils seraient nommés par le Collège de la COB. Ils seraient choisis parmi les personnalités reconnues pour leur compétence et leur expérience de

façon à assurer la représentativité de l'ensemble des sensibilités du monde de l'intermédiation financière : établissements de crédit, actuelles sociétés de bourses, sociétés financières, entreprises d'assurance... Leur mandat serait de deux ans, non immédiatement renouvelable.

## **2. Le rôle des autorités publiques**

Deux autorités publiques doivent voir leur rôle et leurs compétences clarifiés ou précisés en la matière. Il s'agit de la Commission bancaire et de la Commission des opérations de bourse. Il convient en outre de rappeler quel pouvoir d'agrément serait dévolu au Comité des établissements de crédit.

### **① Le Comité des établissements de crédit**

Le CEC conserverait ses compétences actuelles en matière d'agrément des établissements de crédit. Il devrait de surcroît délivrer un agrément spécifique pour ces établissements qui souhaiteraient effectuer directement de la négociation de valeurs mobilières. Il n'aurait en revanche aucune compétence s'agissant de l'agrément des entreprises d'investissement.

### **② La Commission bancaire**

En toute logique, il serait souhaitable d'accorder au CMF la surveillance des règles prudentielles qu'il aurait édicté pour les entreprises d'investissements.

Mais une telle attribution ne serait guère compatible avec la possibilité accordée aux établissements de crédit de négocier directement des valeurs mobilières.

Il serait en effet difficile de soumettre ces derniers à la compétence de la Commission bancaire pour l'exercice de leurs activités de banque et à la compétence du Conseil des marchés financiers pour leur activité financière. L'expérience montre en effet que la surveillance doit se faire sur la base la plus large et si possible par une seule autorité.

Par ailleurs, il serait également délicat de soumettre les établissements de crédit à la compétence de la Commission bancaire et les entreprises d'investissements à la compétence du Conseil des marchés financiers. L'on risquerait en effet de déboucher rapidement, pour le même type d'activité, à un contrôle prudentiel à deux vitesses.

Pour ces raisons, il serait souhaitable de confier l'ensemble du contrôle prudentiel à une seule et même autorité de contrôle. Compte tenu de son expérience en la matière ainsi que du poids des établissements de crédit dans la sphère financière, la Commission bancaire nous semble être l'organisme le mieux placé pour exercer ce contrôle. Elle l'exercerait néanmoins, au regard des règles établies par le Conseil des marchés financiers et en étroite coordination avec lui.

### ④ La Commission des opérations de bourse

Actuellement, la Commission des opérations de bourse, autorité publique, est placée sur le même plan que les autorités professionnelles : Conseil des bourses de valeurs et Conseil du marché à terme. Quoique les compétences *ratione materiae* de ces trois autorités ne soient pas les mêmes, elles portent partiellement sur les mêmes entreprises et les mêmes opérations, ce qui est, comme on l'a vu, une source potentielle de conflits, de compétitions ou de surenchères. )

De surcroît, la Commission des opérations de bourse est parfois critiquée, à tort ou à raison, pour le rôle qu'elle joue dans les offres publiques, les introductions ou les radiations. Elle a le pouvoir de s'opposer à une introduction et le pouvoir de *visa* qu'elle exerce sur les documents d'information est parfois assimilé à un droit de veto, alors qu'elle n'a pas en principe compétence pour autoriser ou interdire ce type d'opérations, cette compétence appartenant au CBV.

Enfin, la coordination de ses compétences avec celles des autres autorités publiques (Commission bancaire, Commission de contrôle des assurances) ne semble pas être assurée de façon optimale.

C'est pourquoi, il serait sans doute préférable, plutôt que de maintenir la COB à côté des autorités professionnelles, d'en faire la clef de voûte du dispositif de contrôle des marchés financiers et par conséquent d'en modifier la composition.

a) *les attributions de la COB*

Dans cette proposition, la COB deviendrait l'autorité de tutelle des marchés financiers tout en conservant un rôle propre en matière d'information financière. On pourrait lui assigner par ailleurs le rôle de juridiction financière.

Elle deviendrait, en quelque sorte, une SEC à la française.

➤ **La COB : autorité de tutelle des marchés financiers**

La COB dotée de la personnalité morale et de l'autonomie financière <sup>21</sup> pourrait se voir confier la tutelle de l'ensemble des marchés financiers. Elle serait à ce titre chargée d'homologuer les règlements du Conseil des marchés financiers et nommerait les représentants professionnels au sein de ce dernier.

Ce serait en quelque sorte accorder la place de la COB à sa mission première qui est de *"veiller au bon fonctionnement des marchés de valeurs mobilières"*<sup>22</sup>.

La question se poserait alors du maintien d'une compétence directe de la COB.

S'agissant de son rôle en matière d'agrément des organismes de placement collectif en valeurs mobilières, la logique voudrait qu'il soit délégué au CMF. Son pouvoir d'agrément des sociétés de gestion de portefeuilles disparaîtrait également puisque celles-ci seraient regroupées dans un statut plus large dont l'agrément serait également confié au CMF.

A cet égard, une réforme consistant à octroyer l'agrément non plus à chaque OPCVM, mais aux sociétés de gestion d'OPCVM (de la même façon qu'aux gérants de portefeuilles) peut être préconisée. L'agrément du CMF pourrait être le garant de l'autonomie de ces métiers.

Dans ce domaine, et dans celui des opérations financières sur les marchés, la COB exercerait un pouvoir d'évocation qui lui permettrait d'affirmer sa jurisprudence à partir des cas d'espèces qu'elle aurait choisis à cet effet.

---

<sup>21</sup> Le mode de financement actuel, basé sur des redevances perçues sur les émetteurs, les OPCVM et les SCPI pourrait être maintenu.

<sup>22</sup> Article premier de l'Ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967.

S'agissant du rôle de la COB en matière d'information du public, on pourrait concevoir, compte tenu de l'expérience qu'elle a accumulée en la matière, que ce pouvoir propre soit maintenu au travers des *visas* délivrés aux documents d'information des émetteurs faisant appel public à l'épargne. Ces *visas* pourraient être assortis de toutes les recommandations nécessaires de façon à éclairer le mieux possible les épargnants sur les risques qu'ils courent. Mais ils ne pourraient être refusés dès lors que toutes les conditions légales et réglementaires sont remplies.

➤ **La COB : juridiction financière**

A l'heure actuelle, la seule institution de la place à se voir reconnaître la qualité de juridiction administrative est la Commission bancaire, dans l'exercice de son pouvoir de sanction.

On pourrait s'inspirer de ce modèle en faisant de la COB une juridiction de premier et dernier ressort des sanctions disciplinaires infligées par les entreprises de marché. Ses décisions seraient susceptibles de recours en cassation devant le Conseil d'Etat ou la Cour de Cassation.

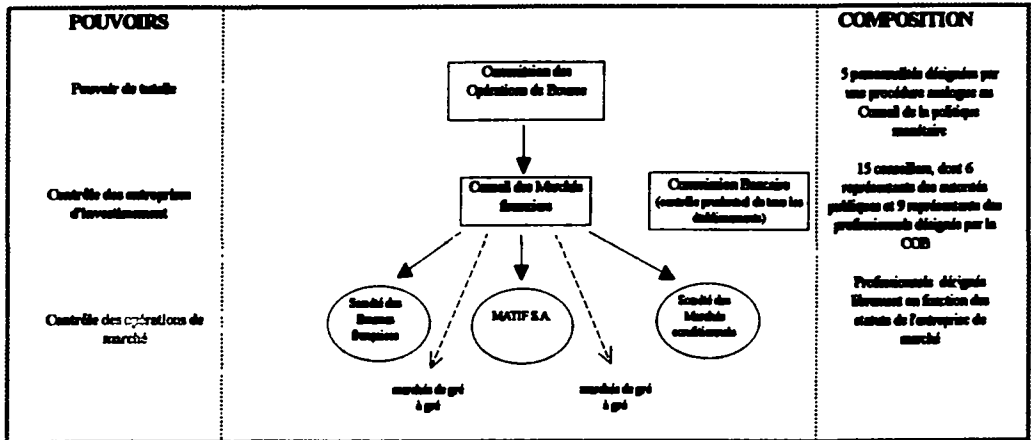
*b) La composition de la COB*

La COB doit être véritablement indépendante du Pouvoir gouvernemental, tel a d'ailleurs été le choix effectué par le législateur en 1989, avec la suppression du commissaire du Gouvernement. Mais le dispositif actuel demeure inadéquat, pour ce qui est du mode de désignation des membres du collège et du Président. Il est ici proposé de s'inspirer du Conseil de la politique monétaire et de transposer à la COB les règles qui s'y appliquent. Le processus de désignation ferait intervenir les présidents des Assemblées parlementaires et comprendrait un régime très strict des incompatibilités, appliquées aux personnes ainsi sélectionnées. Plus précisément, la COB comprendrait 5 membres nommés en Conseil des ministres et choisis sur une liste comprenant un nombre de noms triple de celui des membres à désigner.

Les intéressés devraient bien sûr être choisis en raison de leurs compétences et de leurs expériences financières. Ils exerceraient leurs activités à plein temps au sein de la COB et éliraient leur Président en leur sein. Ce dernier serait un *primus inter pares* et n'aurait pas le monopole de la communication. Le mandat



des membres serait de neuf ans pour permettre à l'institution d'affirmer sa jurisprudence et de faire preuve, avec le temps, de son indépendance.



### Quels seraient les avantages d'un tel schéma ?

En distinguant clairement le contrôle des entreprises, du contrôle des opérations il introduirait une cohérence forte qui à présent fait défaut.

En confiant à la COB la tutelle des marchés financiers, il permettrait de résoudre définitivement les problèmes de frontières entre les différentes autorités.

En fusionnant les autorités professionnelles, il permettrait de tirer pleinement parti des synergies existant entre les marchés au comptant et les marchés dérivés.

Accessoirement, il aurait pour mérite de prendre en compte les spécificités du paysage institutionnel français et de ne pas être le simple décalque de ce qui existe ailleurs.

#### **IV - POUR UNE REDÉFINITION DU STATUT DES DÉMARCHEURS FINANCIERS**

Enfin, le groupe de travail souhaiterait prendre position en faveur d'une redéfinition du statut des démarcheurs financiers.

Le développement d'une industrie performante des valeurs mobilières passe probablement par une meilleure qualité de la commercialisation. Or le démarchage financier ne bénéficie pas d'une image positive dans le public et les autorités ont tendance à le considérer comme une activité faisant courir des risques à la petite épargne.

La transposition de la directive sur les services d'investissement pourrait être l'occasion de réformer cette profession et lui donner les lettres de noblesse qui lui font actuellement défaut.

Le rapport du Conseil économique et social <sup>23</sup> rédigé par Mme Yvette Chassagne préconise une homogénéisation de la réglementation relative à la commercialisation des valeurs mobilières et une exigence de formation minimale pour les démarcheurs.

On pourrait prévoir plutôt qu'une simple déclaration d'activité au parquet, un véritable agrément qui serait délivré par le CMF.

---

<sup>23</sup> "L'information des clients des divers organismes qui collectent l'épargne".  
N° 27, 30 décembre 1993.

## CONCLUSION

Il semble important d'insister, d'une part, sur les erreurs à ne pas commettre dans la transposition de la directive et, d'autre part, sur l'importance du choix entre une option minimaliste et une option maximaliste.

S'agissant des erreurs, la première consisterait à ne pas se poser la question de la redéfinition du statut des intermédiaires financiers, car, quelle que soit la réponse apportée, il est probable que nous n'aurons plus l'opportunité de ce débat avant longtemps. La seconde serait de modifier les institutions sans réformer les statuts. Le système de contrôle actuel, en dépit de ses imperfections, est globalement satisfaisant et toute innovation mal conçue aurait de sérieux effets pervers. La troisième enfin, serait de vouloir rationaliser à l'excès l'exercice des professions au risque de perturber considérablement l'activité des intermédiaires financiers. Comme le rappelle en effet le rapport Esteva, "une nouvelle donne ne pourra trouver sa source que dans une logique économique et non dans l'édition de contraintes réglementaires nouvelles".

Concernant l'importance du choix, il convient de rappeler qu'avec des marchés financiers modernes, mais relativement peu développés en termes de capitalisation, la France est aujourd'hui à la croisée des chemins entre un modèle de développement à l'allemande et un modèle de développement anglo-saxon. Aussi, à travers la question de savoir quel cadre juridique - le cadre actuel ou un cadre nouveau à définir - sera le mieux à même d'assurer le développement de nos marchés financiers dans un contexte de concurrence accrue, c'est la question beaucoup plus vaste du choix de nos modèles qui se pose. Veut-on favoriser l'allocation de l'épargne par le marché ou préfère-t-on une allocation par les banques ?

Sous une apparence technique, la transposition de la directive sur les services en investissement conduit à aborder des questions fondamentales pour le devenir de notre économie et pour la place de la France en Europe.

## **EXAMEN EN COMMISSION**

Réunie le lundi 4 juillet 1994 sous la présidence de M. Jean Clouet, vice-président, la commission des finances a procédé, sur le rapport de M. Marini, à l'examen des conclusions du groupe de travail sur la modernisation des marchés financiers français.

Après un débat auquel ont pris part MM. Henri Goetschy et Jean Clouet, la Commission a adopté les propositions du groupe de travail et décidé de faire procéder à leur publication sous la forme d'un rapport d'information.

**ANNEXES**

**ANNEXE 1**

**COMPOSITION DU GROUPE DE TRAVAIL  
SUR LA MODERNISATION DES  
MARCHÉS FINANCIERS FRANÇAIS**

<b>Philippe MARINI</b>	<b>Rassemblement Pour la République, Oise ; Président</b>
<b>Claude BELOT</b>	<b>Union Centriste, Charente-Maritime; Vice-Président</b>
<b>Ernest CARTIGNY</b>	<b>Rassemblement Démocratique Européen, Seine-Saint-Denis ; Vice-Président</b>
<b>Jean CLOUET</b>	<b>Union des Républicains et Indépendants, Val-de-Marne ; Vice-Président</b>
<b>Paul LORIDANT</b>	<b>rattaché au groupe Socialiste, Essonne ; Vice-Président</b>
<b>Philippe ADNOT</b>	<b>Non Inscrit, Aube</b>
<b>Bernard BARBIER</b>	<b>Union des Républicains et Indépendants, Côte-d'Or</b>
<b>Maurice BLIN</b>	<b>Union Centriste, Ardennes</b>
<b>Jean-Pierre MASSERET</b>	<b>groupe Socialiste, Moselle</b>
<b>Jacques OUDIN</b>	<b>Rassemblement Pour la République, Vendée</b>
<b>René TREGOUËT</b>	<b>Rassemblement Pour la République, Rhône</b>
<b>Robert VIZET</b>	<b>groupe Communiste, Essonne</b>

## ANNEXE 2

### LISTE CHRONOLOGIQUE DES AUDITIONS

ET

### COMPTE-RENDUS D'AUDITION

- Mardi 18 Janvier**                    **Denis KESSLER**  
(Délégué général de la *Fédération Française des Sociétés d'Assurance*)
- Jeudi 20 Janvier**                    **Jean-François THEODORE**  
(Président directeur général de la *Société des Bourses Françaises*)
- Mercredi 26 Janvier**                **Philippe LAGAYETTE, Mme PLOIX**  
(Directeur général, directeur de la *Caisse des Dépôts et Consignations*)
- Pierre ESTEVA, Alain FERRI, Jacques d'AUVIGNY, M. SEBAN**  
(Président d'honneur, Président, Délégué général et conseiller de l'*Association Française des Sociétés de Bourse*)
- Jeudi 27 Janvier**                    **René BARBIER DE LA SERRE**  
(Président du *Conseil des Bourses de Valeurs*)
- Charles CORNUT, Serge RECHTER Jean TRICOU**  
(Délégué général adjoint, Secrétaire général et chargé de mission de l'*Association Française des Banques*)

- Mardi 22 Février**                    **Maurice LERUTH**  
(Président de l'Association des Sociétés et Fonds Français d'investissement)
- Jean-Pierre LEPETIT**  
(Président du Conseil des Marchés à Terme)
- Mercredi 30 Mars**                    **Gérard PFAUWADEL, Patrick STEPHAN**  
(Directeur général, directeur juridique de MATIF SA)
- Jean-Baptiste de FRANSSU, Luc LEFEVRE**  
(Groupe de travail sur la sécurité et l'indépendance des services d'investissement)
- Mercredi 6 avril**                    **Gilbert MOURRE, Henri CUKIERMANN Bernard JEANNICOT**  
(Vice-Président, Président de la section des maisons de titres, chargé de mission de l'Association des Sociétés financières)
- Vendredi 8 avril**                    **Dominique PENNINON et Denis MORTIER**  
(Président, Vice-Président de l'Association française d'investissement en capital risque)
- Mercredi 4 mai**                    **Daniel LEBEGUE**  
(Président de la commission des affaires financières de l'Association française des établissements de crédit)
- Mardi 31 mai**                    **André LEVY-LANG**  
(Président Commission des affaires financières du C.N.P.F. Président de Paribas)



- Mercredi 10 mai**                    **Pierre FLEURIOT**  
(Directeur général de la *Commission des Opérations de Bourse*)
- Mercredi 11 mai**                    **Hervé HANNOUN**  
(Sous-Gouverneur de la *Banque de France*)
- Mardi 24 mai**                        **Christian NOYER**  
(Directeur du Trésor au *Ministère de l'économie*)

**Compte rendu de l'audition de**  
**M. Denis KESSLER,**  
**Président de la Fédération française des sociétés**  
**d'assurances,**  
**le Mardi 18 janvier 1994**

Lors de son audition, M. Kessler a développé trois aspects de l'avenir des marchés financiers vu par les sociétés d'assurances :

- l'émergence de nouveaux risques est une réalité ;
- il convient de les couvrir par les fonds propres ;
- le rôle des autorités de contrôle doit être clairement défini.

S'agissant du premier point, l'émergence des nouveaux risques, M. Kessler a distingué l'apparition de trois phénomènes :

-l'apparition d'un risque à nature systémique, qu'il a qualifié de "congloméral" ;

-la dissémination des risques liée à l'utilisation des produits dérivés des valeurs mobilières (contrats à terme, options...) ;

- l'externalisation vers les agents économiques de risques supportés traditionnellement par les établissements de crédit.

Le risque "congloméral" est inhérent aux grands groupes financiers qui pratiquent, à travers des filiales, à la fois des activités d'assurance, de banque et de services d'investissement.

Ce risque est celui de la contagion, au sein d'un groupe, des difficultés éventuelles d'un type d'activité vers les autres activités. M. Kessler a cité notamment un certain nombre de cas récents, où des sociétés d'assurances ont dû faire face à de graves difficultés de leurs filiales bancaires. Le sauvetage de ces filiales s'est fait au prix d'une recapitalisation coûteuse. Dans ces cas, les difficultés d'un établissement de crédit filiale ont grevé les comptes d'une société mère qui est une entreprise d'assurances. Cette contagion peut se faire par les liens en capital eux-mêmes, mais aussi au travers d'opérations commerciales ou financières. Il a cité comme exemple de ces opérations les cautions que les assurances peuvent délivrer à leurs filiales bancaires (et qui pourraient conduire le cas échéant à couvrir les dettes de ces dernières) ou les achats par leurs filiales d'assurances de titres de créances négociables émis par les banques (qui mettraient en péril ces filiales si la banque venait à faire défaut).

Le risque lié aux produits dérivés, deuxième phénomène, est provoqué par la multiplication des contrats à terme ou des options portant sur un même titre sous-jacent, dont la localisation devient de plus en plus difficile à cerner.

Le troisième phénomène est lié aux mutations de l'intermédiation bancaire qui, traditionnellement, assurait un risque de transformation de dettes à maturité courte en créances à maturité longue, et supportait un risque de taux. Le développement du financement par les marchés a transféré ces deux risques sur les agents économiques, à tel point qu'il est aujourd'hui difficile de les localiser et impossible de les contrôler.

\*

\* \*

M. Kessler a ensuite abordé le deuxième point de sa démonstration : la couverture des risques doit se faire par des fonds propres suffisants. Il a approuvé cette démarche, notamment imposée par différentes directives européennes et accords internationaux qui se traduisent pour les banques par le ratio européen de solvabilité ou le ratio Cooke, pour les sociétés d'assurances par la marge de solvabilité et pour les sociétés d'investissement par la notion d'adéquation des fonds propres.

Il a considéré que le niveau des fonds propres des entreprises d'assurances françaises était globalement satisfaisant, puisque cinq fois supérieur aux normes européennes requises (4 % des provisions techniques pour les branches vie et 16 % des primes pour les branches de dommages).

Quant aux banques françaises, elles respectent leur ratio réglementaire, sans toutefois disposer de marges aussi larges que celles dont disposent les sociétés d'assurance.

M. Kessler a commencé par rappeler les problèmes spécifiques à des groupes de banques ou à des groupes d'assurance. Il ne s'agit pas ici de risques de conglomérat, ce terme devant être réservé à des groupes mixtes banque-assurance. Deux méthodes sont envisageables pour traiter des groupes homogènes de banques ou d'assurances : la méthode de déduction et la méthode de consolidation.

Dans le raisonnement par déduction, on considère que la participation d'une société mère dans sa filiale doit être déduite de ses fonds propres pour ne pas être utilisée deux fois. Les fonds propres des banques mères servent à faire face à leurs éventuelles difficultés. Dès lors ils ne peuvent servir (sauf s'ils sont en excédent par rapport aux capitaux correspondant au respect des normes prudentielles) à assurer la protection des droits des déposants de la banque fille. Le même raisonnement peut être tenu dans le secteur de l'assurance, où la méthode de déduction signifie que l'on doit disposer à chaque étage du groupe, pour chaque société d'assurance, de fonds propres autonomes, ne servant de sécurité que pour cet étage, pour cette société. Bien évidemment, on ne déduit des fonds propres de la mère que la proportion des fonds propres de la fille strictement nécessaire au respect des normes réglementaires.

Dans le raisonnement par consolidation, on consolide l'ensemble des fonds propres du groupe et on les compare à l'ensemble des engagements du groupe. Cette méthode est possible lorsque l'on agrège des sociétés exerçant la même activité. On s'assure dans ce cas que les normes prudentielles sont bel et bien vérifiées au niveau du groupe tout entier.

Dès lors que l'on considère des groupes homogènes de banques ou d'assurances, la méthode de la déduction est largement analogue à la méthode de la consolidation. C'est la raison pour laquelle la Commission européenne semble s'orienter, sur cette question, vers la reconnaissance mutuelle des méthodes laissant, pour la surveillance des entreprises d'assurances, aux Etats le soin de choisir la consolidation ou la déduction, en plus du maintien du contrôle entité par entité. La France a choisi la méthode de la consolidation pour la banque et, si le texte actuellement en discussion au parlement est voté, c'est également cette méthode qui sera choisie pour le secteur de l'assurance.

Il existera toutefois une différence entre les deux secteurs : si dans le secteur bancaire le contrôle sur base consolidée se substitue, pour les filiales contrôlées majoritairement, au contrôle banque par banque, en revanche dans le secteur de l'assurance, le contrôle sur base consolidée se cumulera avec le contrôle société par société.

M. Kessler a toutefois considéré que le libre choix des Etats entre déduction et consolidation risquait d'introduire des distorsions de concurrence, qui seraient évitées si chaque Etat laissait aux groupes eux-mêmes le choix de leur méthode selon l'adéquation aux risques qu'ils considèrent comme la meilleure. C'est la raison pour laquelle il souhaite qu'un bilan soit fait des législations actuelles dans trois ans, afin de vérifier qu'elles ne créent pas de distorsions de concurrence au détriment des groupes de banques ou d'assurances dont le siège est situé en France.

M. Denis Kessler a cependant considéré que le risque "congloméral" n'était pas pour autant résolu par le respect de règles prudentielles dans chacune des deux activités, même en respectant étroitement les nouvelles dispositions relatives aux groupes de banques ou aux groupes d'assurances. C'est pourquoi le débat sur les règles prudentielles spécifiques aux conglomérats financiers "mixtes" est à la fois légitime et incontournable. Ce débat porte notamment sur les modalités à retenir susceptibles de réduire ou supprimer ce risque congloméral. S'agissant des conglomérats, si l'on considère qu'il existe un risque congloméral spécifique, quelle méthode choisir ?

La méthode de la consolidation, qui va concerner chacun des deux secteurs du monde financier pris séparément, paraît en revanche inenvisageable lorsque l'on considère un conglomérat où coexistent des activités très hétérogènes. Le passif d'une banque - qui présente peu de risques - n'a rien à voir avec le passif d'une société d'assurance - composé des provisions techniques ou mathématiques - où sont concentrés les risques. Inversement l'actif d'une société d'assurance - composé de titres et d'investissements immobiliers - n'a rien à voir avec l'actif d'une banque, composé essentiellement de prêts, et où se concentrent les risques des établissements de crédit. Ce sont les raisons pour lesquelles la voie de la consolidation apparaît impossible.

M. Denis Kessler a de plus considéré que le rôle des fonds propres ne se posait pas en termes identiques pour les banques et les assurances. Les premières doivent couvrir au passif (par des fonds propres) des risques pris à l'actif (portefeuille de prêts) : en effet, il n'y a aucune raison que les ressources du passif - principalement dépôts ou emprunts interbancaires - soient congruentes, en volume, aux emplois de l'actif - principalement prêts.

Tel n'est pas le cas pour une société d'assurance, où l'actif correspond toujours au minimum au passif, c'est à dire aux provisions techniques : il y a par nature congruence en volume de l'actif et du passif assuranciers. M. Denis Kessler a insisté sur le fait que les provisions techniques sont égales aux investissements qu'elles servent à constituer : dès lors le rôle des fonds propres dans l'assurance est très différent de celui qu'il joue dans la banque. Ils ne servent qu'à couvrir les risques d'une mauvaise évaluation des provisions techniques, ou les risques de mauvais placements. Cette différence du rôle des fonds propres milite pour le maintien des règles et contrôles prudentiels spécifiques à la banque et à l'assurance et contre une approche consolidée banque-assurance.

Aussi, s'il existe un risque congloméral, la méthode de la consolidation n'étant pas appropriée, les autorités de contrôle seront sans doute amenées à étudier une méthode de déduction. Cette méthode est d'ailleurs déjà appliquée aux Pays-Bas et au Royaume-Uni.

Sur le troisième et dernier point, relatif au rôle des autorités de surveillance, M. Kessler a distingué le contrôle institutionnel, conduisant l'autorité de surveillance compétente pour l'activité principale d'un groupe à être son interlocuteur unique, du contrôle fonctionnel, activité par activité, conduisant à l'intervention de différentes autorités en fonction de chaque activité pratiquée par le groupe.

Il s'est prononcé plutôt en faveur du contrôle "Solo-plus". "Solo" signifie dans le cas d'un conglomérat, un contrôle institutionnel - la commission de contrôle des banques est responsable de la partie bancaire, la commission de contrôle des assurances étant responsable de la partie assurance. "Plus" signifie que l'autorité de contrôle des activités bancaires peut informer l'autorité de contrôle des activités d'assurances, et vice versa. Mais en aucun cas, compte tenu de la spécificité des métiers, aucune de ces deux autorités de contrôle ne devrait sortir de son champ de compétence. Ce raisonnement est *a fortiori* valable si l'on considère des conglomérats exerçant en plus des activités de banque et d'assurance des activités de services d'investissement.

C'est ainsi, par exemple, qu'un groupe de sociétés d'assurances doit toujours rester contrôlé par la Commission de Contrôle des Assurances (CCA). Les établissements de crédit appartenant à ce groupe d'assurances sont contrôlés par la commission bancaire. En cas de difficultés de ces établissements de crédit, la CCA doit être informée et peut être consultée. Mais la commission bancaire ne doit pas sortir de ce périmètre et s'aventurer dans le contrôle de l'activité des sociétés d'assurances.

**M. Kessler s'est enfin prononcé favorablement sur la directive européenne sur les "services d'investissement", constatant que les entreprises d'assurances s'étaient impliquées avec prudence (par de petites participations de 5 à 10 %) dans les sociétés de bourse. Elles sauront donc sans difficulté maintenir une distinction entre les différents métiers après l'entrée en vigueur de la directive.**

**Compte rendu de l'audition de**  
**M. Jean-François THEODORE,**  
**Président de la Société des Bourses françaises,**  
**le Jeudi 20 janvier 1994**

M. Jean-François THEODORE a d'abord indiqué que la réflexion que la SBF avait commencé à mener sur les directives européennes et leurs conséquences en termes de modernisation du marché financier n'en était qu'au stade préliminaire et que son opinion ne pouvait être que celle d'un professionnel et ne représentait pas l'autorité de marché.

M. THEODORE a ensuite souligné que la transposition en droit français des directives sur les services d'investissement et sur l'adéquation des fonds propres représenterait une véritable révolution. Il a rappelé que la législation nationale en vigueur, relativement récente (1988), avait institué un système dans lequel seules les sociétés de bourse pouvaient faire des transactions et qu'il s'agissait d'un système de monopole exercé par des structures spécialisées sur un marché central concentré.

Abordant ensuite le contenu des directives, M. THEODORE a précisé que les nouvelles "entreprises de services en investissements", en charge des placements financiers non bancaires, devront :

- être agréées dans leur pays d'origine,
- recevoir un passeport européen (à l'image de ce qui a été fait pour les banques),
- être libres de négocier entre elles, même en dehors d'un marché.

Toutefois, certains pays pourront prévoir une obligation de concentration des négociations sur certains instruments financiers, comme par exemple les actions, sur un marché organisé.



Analysant les principes de ce nouveau régime juridique, M. THEODORE a indiqué qu'ils s'inspiraient directement du droit anglo-saxon et qu'ils remettaient en cause les piliers du système français traditionnel et plus particulièrement :

- la notion de monopole, contraire à l'esprit de la directive,
- l'existence d'un seul marché puisque, désormais, plusieurs marchés, nationaux ou étrangers, pourront exister.

Il a ajouté que la concurrence entre les marchés sur le territoire européen signifiait que les opérateurs dotés de bons outils techniques, permettant de mettre des écrans dans tous les pays, seraient avantagés et que cela pourrait intéresser la stratégie de prestataires de services tels des entreprises de télécommunications ou des sociétés d'informatique.

M. THEODORE a ensuite indiqué que la transposition des directives aurait des conséquences sur le droit des sociétés et qu'il faudrait par exemple revoir la notion de "Cote officielle".

Mais, il a estimé que l'on était encore loin d'un droit européen des sociétés car il existait encore plusieurs désaccords fondamentaux, comme par exemple sur les O.P.A., et que cela constituerait un frein à la concurrence.

De fait, il a estimé qu'une "fuite des sociétés" était peu crédible mais, en revanche, il a considéré qu'une délocalisation des transactions était tout à fait possible. Il a alors insisté sur la nécessité de supprimer l'impôt de bourse et d'éviter ce type d'handicaps fiscaux.

M. THEODORE a toutefois souligné que la France avait des atouts non négligeables, son marché boursier étant le 4<sup>ème</sup> mondial, après Londres mais devant Francfort, le volume annuel des transactions atteignant 1.000 milliards de francs pour les actions et 5.000 milliards de francs pour les obligations. Il a estimé que l'unification de l'Europe financière posait, à cet égard, des problèmes plus sérieux à d'autres pays que la France.

C'est pourquoi il a réaffirmé la nécessité d'éviter les contraintes inutiles ou excessives, comme les contraintes fiscales ou certaines rigidités de procédure (émissions obligataires...)

S'agissant plus particulièrement de l'évolution du droit des sociétés, M. THEODORE a estimé qu'elle se ferait progressivement sous la pression des investisseurs finaux, c'est-à-dire principalement les fonds de pension américains, anglais ou suisses, très internationalisés.

M. THEODORE a alors insisté sur la nécessité d'une base nationale d'épargne importante et solide pour maintenir la force d'un marché, et donc sur l'utilité des fonds de pension.

En conclusion, M. THEODORE a indiqué que le mouvement de dérégulation était certes important mais que les évolutions seraient lentes et progressives. Il a estimé que les textes de loi n'en donneraient pas toute la mesure puisqu'il s'agirait essentiellement, dans un premier temps, de définir les autorités d'agrément et de modifier à la marge, le droit des sociétés.

Il a néanmoins évoqué le problème "institutionnel" que posera l'agrément des banques qui souhaiteront devenir "entreprises de services en investissements". Puis, il a insisté sur la nécessité de maintenir les transactions sur actions entre résidents français sur un marché organisé, dans la transparence, et non de gré à gré.

Enfin, M. THEODORE a estimé que le génie français saurait s'adapter à cette évolution même s'il était meilleur dans le cadre de systèmes très perfectionnés, régulés et structurés.

**Compte rendu de l'audition de**

**M. Philippe LAGAYETTE,**

**Directeur général de la Caisse des Dépôts et  
Consignations,**

**le Mercredi 26 janvier 1994**

M. Lagayette a rappelé tout d'abord la spécificité juridique de la Caisse des Dépôts et consignations. Celle-ci est exclue aussi bien du champ d'application de la loi bancaire que de celui de la deuxième directive bancaire. Toutefois, un article de la loi bancaire prévoit que le Gouvernement peut étendre explicitement à la Caisse, telle ou telle partie de la réglementation. M. Lagayette a émis le souhait qu'en cas de réforme de la Caisse, la directive bancaire et la loi bancaire lui soient intégralement appliquées.

Sur les fonds propres, M. Lagayette a regretté l'état d'esprit qui règne encore parfois dans certains milieux financiers français, trop enclins selon lui à considérer les réglementations de ces derniers comme autant de contraintes alors que le dynamisme des grands établissements financiers passe par l'existence de fonds propres importants. Il a indiqué à ce propos que la Caisse des dépôts disposait de plus de 40 milliards de fonds propres, même si la simple application de la réglementation relative aux ratios ne lui imposerait en théorie de n'en détenir que 15. Le niveau actuel des fonds propres était en réalité indispensable pour couvrir correctement les risques pris et asseoir la bonne notation de la Caisse. Il a également indiqué que les fonds propres détenus par la Caisse au regard de ses activités de financement du logement social ne relevaient d'aucune réglementation, si ce n'est la garantie de l'Etat qui s'applique au passif, c'est à dire aux livrets A eux-mêmes. Il a estimé que si ceux-ci devaient être soumis à une réglementation, ce serait sans doute celle de la directive bancaire et non pas celle de la directive sur les services d'investissement.

**S'agissant de la directive sur les services d'investissement, M. Lagayette a estimé que l'idée de casser le monopole des sociétés de bourse était une bonne idée dans la mesure où elle accroîtrait le dynamisme de notre système financier. Il a estimé que cette réglementation s'inscrivait du reste dans le sens de l'évolution en cours et que les opérateurs financiers français disposent tout à fait des moyens de s'adapter.**

Sur le problème du contrôle des nouvelles sociétés d'investissement, M. Lagayette a estimé nécessaire que tous les opérateurs qui disposent actuellement d'un agrément obtiennent *ipso jure* le nouvel agrément qui sera mis en place. Il a également souligné le fait que nous ne pouvons plus avoir en Europe des règles fondamentalement différentes d'un pays à l'autre. Rien n'est pire que des détournements de flux d'affaires, pour des raisons uniquement fiscales, (Luxembourg), ou juridiques (Pays-Bas). Il faut craindre, a-t-il dit, la "déréglementation par le bas" qui conduit à l'alignement sur la réglementation la moins contraignante. Il a souhaité le démantèlement complet de l'impôt de bourse.

Il a relevé par ailleurs que les questions liées à la situation personnelle des opérateurs des marchés financiers sont insuffisamment prises en compte dans la définition de la compétitivité d'une place financière. Les professionnels des métiers de bourse sont en général très sensibles à la fiscalité directe qui leur est applicable.

M. Lagayette a regretté la faiblesse du sentiment d'appartenance à un même groupe de la part des établissements français. Ceux-ci, a-t-il dit, ont trop souvent tendance à cultiver leurs différences et leurs particularismes ce qui, d'un point de vue global, nuit au développement de la place financière de Paris. Il a insisté sur l'importance d'avoir de grands intervenants français agissant à partir de Paris sur les marchés financiers internationaux.

M. Lagayette a également indiqué qu'il y avait selon lui une réelle inquiétude à avoir quant à la montée en puissance de la place financière de Francfort. La place allemande dispose de plusieurs atouts importants. Il y a, contrairement à la France, un sentiment d'appartenance très développé, une ouverture internationale de plus en plus marquée et surtout les bénéfices potentiels de la proximité de la future banque centrale européenne. Il y a en effet pour les investisseurs étrangers un réflexe très fort qui intervient lors du choix d'une installation et qui consiste à dire : "quitte à investir dans un pays étranger, autant le faire là où la Banque centrale a son siège". Il a indiqué cependant que la Caisse des dépôts était l'établissement français qui avait le mieux réussi son

**implantation à Francfort en raison de la demande accrue de valeurs mobilières allemandes.**

**Enfin, M. Lagayette a indiqué que la place financière de Paris devait conserver sa vocation universelle et ne pas miser uniquement sur des "niches" financières comme les marchés de produits dérivés.**

**Il a conclu en insistant sur le rôle important de la demande étrangère adressée à la France, et qui n'a pu prospérer que parce que les investisseurs étrangers avaient confiance dans notre monnaie.**

**Compte rendu de l'audition de**  
**MM. ESTEVA, FERRI, d'AUVIGNY et SEBAN,**  
**Association Française des Sociétés de Bourse,**  
**le Mercredi 26 janvier 1994**

Lors de son audition, M. Pierre ESTEVA, inspecteur général des finances, Président d'honneur de l'Association Française des Sociétés de Bourse, a rappelé que la transposition de la directive sur les services d'investissement doit être regardée comme une nouvelle étape de la stratégie pragmatique d'adaptation permanente de la réglementation applicable aux marchés financiers que les pouvoirs publics, en liaison avec les professionnels, se sont attachés à conduire depuis le début des années 80. Cette transposition est donc l'occasion de refondre pour mieux l'adapter aux nouvelles réalités technologiques et économiques la réglementation relative aux marchés financiers, actuellement définie par la loi du 22 janvier 1988 sur les bourses de valeurs et les textes réglementaires d'application.

Le premier effet de la transposition de la directive sur les services d'investissement sera la fin du monopole des sociétés de bourse qui sont aujourd'hui définies comme les sociétés agréées par le Conseil des Bourses de Valeurs (C.B.V.) pour négocier des valeurs mobilières admises à la cotation.

Le cadre juridique de l'activité de ces sociétés a d'ores et déjà évolué en raison, d'une part, de la disparition du *numerus clausus* qui, conformément à la loi du 22 janvier 1988, a pris fin à compter du premier janvier 1992 et, d'autre part, de la segmentation des métiers autorisée par le C.B.V. à la suite des travaux de la commission présidée par M. Barbier de la Serre. En outre, depuis l'adoption de la loi du 22 janvier 1988, des établissements bancaires français ou étrangers ont pris des participations importantes dans le capital de la quasi-totalité des sociétés de bourse.

A compter du premier janvier 1996, les entreprises d'investissement étrangères agréées dans leur Etat membre d'origine pour négocier des valeurs mobilières, lesquelles pourront par ailleurs, dans certains cas, avoir le statut d'établissement de crédit, auront la faculté d'exercer cette activité en France sans avoir à solliciter de nouvel agrément. Logiquement, ce qui sera ouvert aux établissements de crédit étrangers devra l'être également aux établissements de crédit français qui pourront donc, s'ils le désirent et à condition d'être agréés à cet effet, négocier directement des valeurs mobilières sans être tenus, comme aujourd'hui, de louer cette activité dans une entité juridiquement autonome dotée du statut de société de bourse.

La fin du monopole de négociation des sociétés de bourse ne devrait cependant pas se traduire par un accroissement considérable du nombre des intervenants sur le marché français. De nombreux établissements étrangers, notamment britanniques, hollandais, allemands, suisses ou japonais sont déjà présents à Paris à travers une société de bourse. On peut donc penser que les intermédiaires étrangers qui souhaitaient avoir une activité régulière sur le marché de Paris n'ont pas attendu la transposition de la directive pour y acquérir un siège.

Par ailleurs, M. ESTEVA a indiqué que les banques verront probablement des avantages à continuer de louer leurs activités de marchés dans une structure juridiquement autonome.

En effet, les métiers de la Bourse et ceux de la Banque sont nettement différents et n'entretiennent entre eux que des synergies limitées. Ces différences se traduisent par de fortes "différences de culture" entre les deux métiers. Enfin, il est clair et l'exemple allemand l'atteste *a contrario*, que l'existence d'une intermédiation autonome est un facteur puissant de dynamisme des marchés financiers.

M. ESTEVA a souligné que, par suite, il importait de continuer de prévoir un statut spécifique, défini par la future loi boursière, pour l'exercice des activités de services d'investissement. Ce statut, qui succéderait à l'actuel statut de société de bourse, devrait être défini de façon à mieux appréhender la notion de services d'investissement, encore étrangère à notre droit, et qui, pourtant, correspond à une réalité économique forte, dépassant la simple négociation des valeurs mobilières.

L'exemple des Etats-Unis illustre, selon M. ESTEVA, le dynamisme auquel peut atteindre l'industrie des valeurs mobilières lorsque les firmes spécialisées disposent d'un statut qui leur permet de pratiquer l'ensemble des services d'investissement.

**Or il n'existe pas en France de statut comparable à celui des *investment banks* américaines.**

**Les projections effectuées par l'Association Française des Sociétés de Bourse montrent que l'industrie des valeurs mobilières dispose en France, d'un potentiel de croissance considérable. Toute la question est de savoir si le cadre qui sera défini permettra ou non d'engager la profession dans une dynamique de développement et, par suite, mettre la place de Paris à même de s'affirmer dans le concert des grandes places financières internationales. Il s'agit, selon M. ESTEVA, d'un enjeu d'autant plus crucial que la Place de Paris dispose aujourd'hui d'une avance technologique, notamment par rapport à la Place de Londres, qu'elle doit être en mesure de valoriser.**

**M. ESTEVA a insisté sur l'importance de doter les professionnels français d'un statut leur permettant d'exercer la totalité des métiers définis par la directive comme "services d'investissement", mais autorisant également un exercice à géométrie variable, en fonction des combinaisons de métier et de produits répondant aux différentes stratégies des professionnels.**

**Ce principe de géométrie variable doit notamment autoriser un dimensionnement exact des contraintes aux métiers exercés qui permettra à toute la richesse de l'offre de services d'investissement de s'exprimer, et également de pallier le risque de délocalisation des intermédiaires qu'induit la directive.**

**S'agissant du contrôle de l'activité des intermédiaires, M. ESTEVA a souligné que le détail de la réglementation ne pouvait être fixé que par une autorité autonome exclusivement compétente en ce qui concerne les marchés financiers.**

**L'application de cette réglementation doit être adaptée en fonction à la fois de la nature particulière de chaque risque et des différences de situation des intermédiaires ce qui, selon M. ESTEVA, appelle des solutions différenciées selon que l'intermédiaire est un établissement de crédit ou un agent spécialisé, selon qu'est en cause la délivrance de l'agrément initial, le contrôle du respect par l'intermédiaire des conditions mises à la délivrance de cet agrément, des règles propres aux marchés organisés ou des règles déontologiques.**

**En tout état de cause, il importe, selon M. ESTEVA, de rechercher des modalités évitant la duplication des contrôles et permettant de placer chaque intermédiaire sous la surveillance d'une même autorité.**



D'autre part, la spécificité des risques de marché par rapport aux risques de crédit appelle nécessairement, a indiqué M. ESTEVA, le maintien d'autorités spécialisées les unes dans les activités de marché, les autres dans les activités bancaires, sous réserve d'éventuelles délégations de pouvoirs des unes aux autres afin de concilier les objectifs d'unité de réglementation et d'unité de contrôle.

M. ESTEVA a également souligné que la directive remet en cause la notion de marchés organisés. Il estime en effet que les opérations de gré à gré vont sans doute prendre un essor considérable.

En conclusion M. ESTEVA a rappelé les éléments suivants :

- La transposition de la directive sur les services d'investissement appelle une redéfinition en profondeur du cadre juridique de l'intermédiation .
  - Les professionnels des marchés financiers ne redoutent pas ces bouleversements, mais les regardent au contraire comme une opportunité à saisir.
  - Le nouveau cadre ne devra ni sacrifier la protection des épargnants, ni contrarier le développement de l'industrie des valeurs mobilières. Ces deux impératifs ne sont nullement contradictoires.
  - Il devra être respectueux de la distinction fondamentale entre les activités boursières et les activités de crédit. Les droits qui régissent ces activités doivent rester distincts.
  - Il devra permettre la mise en place d'entités à géométrie variable, susceptibles de rivaliser avec les banques d'investissements anglo-saxonnes, sans que pour autant soit remis en cause le modèle de la banque universelle.
- 115

**Compte rendu de l'audition de**  
**M. René BARBIER DE LA SERRE,**  
**Président du Conseil des Bourses de Valeurs,**  
**le Jeudi 27 janvier 1994**

Lors de son audition par le groupe de travail, M. BARBIER DE LA SERRE s'est d'abord félicité du fait que la directive sur les services d'investissements en valeurs mobilières prenne en compte davantage les métiers que les professions.

S'agissant de l'agrément pour exercer les activités de sociétés de services en investissements, M. BARBIER DE LA SERRE a indiqué l'existence de deux voies : un agrément par le Comité des établissements de crédit ; un agrément délégué au Conseil des Bourses de valeurs. Toutefois, cette dernière solution lui est apparue plus difficile à mettre en oeuvre que la première dans la mesure où il existe une vraie différence de culture d'entreprise entre les banques commerciales d'un côté, les banques d'investissement de l'autre, il comprend les craintes des sociétés d'investissement de ne pas être totalement comprises par le comité des établissements de crédit. Néanmoins, il estime préférable la solution qui sauvegarde l'unité de l'agrément, quitte à infléchir la composition ou l'organisation du Comité des établissements de crédit.

S'agissant de la place de la Commission des opérations de bourse dans la future organisation, il a rappelé qu'actuellement, la Commission, chargée de défendre l'intérêt des épargnants, est placée dans une situation complémentaire à celles des organisations professionnelles responsables de la bonne tenue des marchés. Il a indiqué qu'il souhaitait le maintien de cette organisation "horizontale". Une structure de type "pyramidal" dans laquelle la COB serait une organisation de premier niveau et les organisations professionnelles des organisations de second niveau aurait à ses yeux des inconvénients importants. Une telle structure risquerait en effet de déresponsabiliser et de décrédibiliser les organisations professionnelles.

Se référant aux pratiques anglaises, il a insisté sur l'importance de la force d'opinion des organisations professionnelles dans le bon fonctionnement des marchés et regretté la moindre crédibilité des représentants de la profession en France.

**Sur la compétitivité de la place financière de Paris, M. BARBIER DE LA SERRE** a indiqué que celle-ci était assez bonne et que de plus en plus d'opérateurs anglo-saxons préféraient la place de Paris au SEAQ international. Toutefois, il a souhaité que l'on aille plus loin dans un certain nombre de domaines et notamment celui des règles relatives à la contrepartie.

Par ailleurs, et en indiquant que son opinion semblait sur ce point minoritaire, il a repris l'idée d'un **marché des actions "tout au comptant"**, (par opposition au règlement mensuel), dans un souci de simplification. Cette évolution ne serait cependant concevable que si des progrès notables sont faits dans les domaines du prêt de Titres et de la banalisation des produits du Monép. Dans l'état actuel des choses, ce dossier ne devrait pas être repris à bref délai par le CBV.

S'agissant des **"marchés à formalités simplifiées"**, comme le second marché, M. BARBIER DE LA SERRE a indiqué qu'il voyait assez mal une européanisation des seconds marchés qui resteront essentiellement des marchés locaux. Encore que, a-t-il ajouté, l'on puisse penser qu'il manque en Europe un système du type NADASQ qui fonctionne aux Etats-Unis et qui permettrait un meilleur accès des petites entreprises aux marchés financiers.

**Sur le problème des fonds propres**, il a estimé, que le problème en France n'était pas tant celui de leur insuffisance que celui de leur rémunération nette et de leur transmission. Il a conclu sur ce point en indiquant que le rôle de l'actionnaire n'est pas toujours en France ni très bien compris, ni tout à fait respecté.

**Compte rendu de l'audition de**  
**MM. Charles CORNUT, Serge RECHTER et**  
**Jean TRICOU**

**Association Française des Banques,**

**le Jeudi 27 janvier 1994**

En introduction, M. Charles CORNUT, délégué général adjoint, a rappelé, s'agissant de la directive sur les services d'investissement, que la France était confrontée au choix très important de l'implantation dans notre pays d'un modèle de type anglo-saxon.

Il y aura donc vraisemblablement, a-t-il estimé, des frictions fortes tant au niveau des institutions à mettre en place - articulation entre la banque universelle et les sociétés d'investissement - que des autorités de contrôle de ces institutions et de la procédure d'agrément : agrément unique et général ou agréments multiples.

M. Jean TRICOU, chargé de mission, a rappelé que la place financière de Paris avait connu un premier "big bang" du fait de la prise de contrôle d'une grande partie des sociétés de bourse par les établissements de crédit. Sur les 46 sociétés de bourse, 39 sociétés, représentant 85 % de l'activité du marché, sont majoritairement détenues par les banques.

La problématique majeure du 2<sup>ème</sup> big bang est à son avis, de concilier la nécessaire autonomie des sociétés d'investissement avec la logique de la banque universelle qui prédomine actuellement dans notre pays et dans d'autres pays très importants de l'Union européenne (Allemagne en particulier) ce qui est l'un de nos points forts.

La directive sur les services d'investissement présente selon lui les caractéristiques suivantes : elle concerne l'ensemble des marchés ; elle est inspirée formellement par une logique anglo-saxonne de segmentation des activités de marché ; elle reste cependant une déclinaison de la 2<sup>ème</sup> directive bancaire puisque celle-ci comprend déjà toutes les activités définies dans la directive "services d'investissement". Les établissements de crédit européens ont déjà, par là même, un passeport européen sur l'ensemble des activités bancaires et de marché.

La déclinaison de cette directive dans les textes législatifs français devra donc trouver un juste équilibre entre les métiers et leurs statuts juridiques en sauvegardant nos avantages.

En ce qui concerne le problème des autorités, la directive laisse une très grande marge de manoeuvre aux législateurs nationaux pour décider qui donnera l'agrément et dans quelles conditions.

S'agissant tout d'abord de l'agrément, deux scénarios sont possibles : soit donner le pouvoir d'agrément pour l'ensemble de ces activités au Comité des établissements de crédit dont la compétence et la composition seraient élargies, et qui statuerait éventuellement après avis du Conseil des Bourses de Valeurs ou du Conseil des Marchés à terme, soit séparer l'agrément pour ces activités suivant la catégorie d'établissements : établissements de crédit ou sociétés d'investissement recevant l'agrément des deux organismes précédents (C.B.V. ou C.M.T.) ou d'une fusion éventuelle de ces deux organismes dans un Conseil des Marchés Financiers.

Concernant les modalités de contrôle, il n'est pas inconcevable de dissocier le contrôle prudentiel général de la solvabilité qui pourrait être exercé par l'organisme qui donnera l'agrément, et le contrôle des opérations qui pourrait être délégué à des autorités de marchés comme la SBF ou MATIF SA.

Troisième problème, l'élaboration des règles déontologiques. C'est là que la directive laisse peut-être le plus de liberté, entre la C.O.B. et les autorités de marché.

Sur le problème du champ d'application de la directive, M. TRIGOU a fait observer qu'il était particulièrement étendu, puisque sont visés non seulement le marché financier - actions et obligations - mais également le marché monétaire, le marché des options, les marchés à terme, y compris les marchés dits de "cash settlement" (sans livraison du sous-jacent). Seuls en sont

exclus le marché "hors cote", celui des SVT (spécialistes en valeurs du Trésor).

En sont également exclus le marché des matières premières et le marché de l'or, pour lesquels un projet de directive est en préparation. Enfin un doute subsiste quant à son applicabilité au marché interbancaire.

La directive donne par ailleurs une définition des marchés réglementés sensiblement différente de celle que nous connaissons actuellement en France. Il s'agit de marchés dont le fonctionnement est régulier, qui font l'objet d'une réglementation par une autorité de marché, et surtout qui respectent des règles de transparence (information sur les cours et les volumes). Elle impose donc des obligations : le marché doit être ouvert à tous et le refus d'accès ne peut être fondé que sur des critères objectifs et donc discriminatoires. Elle offre également des opportunités pour cette catégorie de marchés en autorisant l'implantation des écrans de négociation dans les autres Etats membres.

Par ailleurs, M. TRICOU a appelé l'attention du groupe de travail sur l'article 14 de la directive et l'articulation entre marchés réglementés et marchés de gré à gré. Il a insisté notamment sur le fait que l'on pourra, dans certaines conditions, pour les marchés réglementés (définition de règles de concentration), centraliser les ordres des investisseurs résidents d'un pays sur des marchés réglementés plutôt que sur des marchés de gré à gré.

M. TRICOU a encore évoqué le problème de l'articulation de la loi bancaire et de la loi boursière. A l'heure actuelle, les sociétés de bourse n'ont pas la possibilité d'accéder au marché monétaire, sauf à prendre le statut de maisons de titres.

Enfin, M. TRICOU a porté à la connaissance du groupe de travail le fait que la Belgique a largement anticipé la transposition de la directive dans son droit financier.

Une très vaste réforme du cadre législatif des activités bancaires et financières est en effet intervenue en décembre 1990 qui a élargi le pouvoir de la commission bancaire, celle-ci devenant commission bancaire et financière.

**Compte rendu de l'audition de**

**M. Maurice LERUTH**

**Président de l'Association des Sociétés et Fonds  
Français d'Investissement**

**le Jeudi 22 février 1994**

Les travaux que le Parlement va entreprendre pour adapter notre droit à la Directive européenne sur les services d'investissement ne seraient-ils pas l'occasion de faire évoluer vers plus d'unité l'organisation dans notre pays de la gestion financière de l'épargne pour compte de tiers et plus précisément, de la gestion sous mandat, qu'elle soit individualisée ou collective et quelle que soit la nature des instruments auxquels elle recourt, de la valeur mobilière et de ses produits dérivés aux biens les plus divers ?

Telle est la question que je me permets de poser tout en précisant que les vues que j'expose n'engagent en aucune façon les organisations professionnelles auxquelles j'appartiens.

Cette précaution étant prise, je partirai d'un double constat. Le premier est que dans le domaine de la gestion sous mandat, nous nous trouvons aujourd'hui en France en présence d'une nébuleuse faite d'éléments dispersés, pour ne pas dire disparates, d'un monde mal cerné et mal connu à telle enseigne qu'en dehors de la gestion collective, il nous est impossible d'avoir une connaissance, même approximative, des masses en cause. Et pourtant, deuxième constat, ces activités de gestion d'épargne pour compte de tiers recèlent toutes un facteur d'unicité, reposent toutes sur un dénominateur commun, la notion de mandat, laquelle implique, pour le mandataire, surtout s'il prétend en faire profession, de respecter deux principes élémentaires :

- accorder une primauté absolue à l'intérêt de ses mandants,

- réunir, en excluant tout amateurisme, les connaissances et moyens nécessaires.

C'est viser à l'observation rigoureuse de ces règles qui devrait être, me semble-t-il, le fil conducteur de toute recherche tendant à une meilleure structuration légale de la gestion sous mandat.

Pour garantir la primauté de l'intérêt du mandant, la solution la plus radicale serait sans doute d'extirper tout germe de conflit d'intérêt entre mandant et mandataire en édictant que toute entreprise pratiquant la gestion sous mandat ne peut avoir que cet objet et doit en retirer une rémunération directe, mais aussi exclusive. Certes, le cas existe déjà, mais trop nombreuses sont les entreprises qui, bien que le souhaitant, ne le peuvent que partiellement, ne serait-ce qu'en raison de l'étroitesse du créneau auquel la réglementation les cantonne. De ce fait, elles éprouvent trop souvent de la difficulté à tirer directement de leurs actes de gestion au sens strict, les ressources nécessaires pour assurer à leurs clients le degré minimal de compétence et technicité -et partant, de sécurité- auquel ils ont droit.

En évoquant cette solution drastique, loin de moi, croyez-le bien, de vouloir faire accroire que nous serions aujourd'hui, dans le domaine de la gestion sous mandat, dans une situation à ce point désordonnée qu'elle s'apparenterait à une espèce de maquis ou, pis, de jungle, voire à la forêt de Bondy. Grâce au ciel, nous en sommes à cent lieues.

La direction me paraît toutefois devoir être, pour tarir les sources potentielles de conflits d'intérêt, et ainsi mieux garantir la primauté de l'intérêt du mandant, mais aussi lui apporter un service digne d'un homme de l'art, de favoriser l'éclosion d'entreprises aussi autonomes que possible en leur ouvrant la faculté, si elles en ont les capacités, de pratiquer l'ensemble des activités de gestion sous mandat. Il serait ainsi mis fin à un morcellement reposant sur des clivages historiques dont la justification s'est, au fil des ans, singulièrement effilochée.

Avancer dans cette voie présenterait en outre l'avantage de faciliter l'émergence d'entités mieux armées, aussi bien pour résister à la pénétration d'organismes étrangers qui ne manquera pas de s'accroître que pour exporter notre savoir-faire. Cette orientation aurait aussi le mérite de s'inscrire dans la tendance organisationnelle qu'ont nos grandes institutions financières -et la préoccupation déontologique n'en est pas absente- à regrouper leurs activités de gestion dans des pôles particuliers dotés d'une large autonomie de décision et disposant de moyens propres.



Dans cette recherche de rationalisation, on ne saurait toutefois faire table rase, sans autre forme de procès, de ce qui existe. A s'en tenir à la seule gestion sous mandat de portefeuilles individuels de valeurs mobilières, nous comptons aujourd'hui en France une dizaine au moins d'intervenants. En vertu de la loi bancaire, peuvent la pratiquer les banques dites inscrites, mais aussi les banques mutualistes ou coopératives, les caisses d'épargne et de prévoyance et celles de crédit municipal. Le peuvent aussi les maisons de titres régies par l'article 18 de la même loi ainsi que les sociétés de bourse. L'activité est aussi ouverte à la Banque de France ainsi qu'à la Caisse des Dépôts et Consignations et, semble-t-il, aux services financiers de la Poste. Les uns et les autres peuvent non seulement gérer pour autrui mais détenir dans leurs livres les sommes et valeurs correspondantes. En revanche, les sociétés de gestion de portefeuille de la loi du 2 août 1989 n'ont pas cette dernière faculté. S'agissant des entreprises relevant de la loi bancaire, l'autorité d'agrément est le Comité des établissements de crédit, pour les sociétés de bourse, c'est le conseil des Bourses de valeurs, pour les sociétés de gestion de portefeuille, la commission des opérations de bourse. La même diversité s'étend aux autorités de contrôle.

Dans le domaine de la gestion collective, et je passe à dessein sous silence les compagnies d'assurance, les caisses de retraites ainsi que les institutions de prévoyance et les mutuelles, dont l'activité procède pourtant, elle aussi, de la gestion sous mandat, la dispersion est moindre, mais elle subsiste. Aux SICAV et sociétés de gestion d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières viennent s'ajouter celles que la loi limite aux fonds communs de créances, mais aussi les sociétés civiles de placement immobilier et leurs entités gestionnaires. Du moins, ce secteur de la gestion collective a-t-il la bonne fortune de bénéficier d'une concentration des fonctions d'agrément, de réglementation et de surveillance au sein d'un même organisme, la Commission des Opérations de Bourse.

Dans cet enchevêtrement touffu, il ne saurait être question de proposer de tailler à coups de serpe, d'en faire un jardin à la française, mais simplement d'imprimer au fourmillement de la galaxie plus de cohérence et plus de cohésion.

L'ensemble me paraîtrait en effet y gagner si la Loi :

1. rappellerait solennellement que la règle intransgressable de toute gestion sous mandat est de ne tendre qu'à l'intérêt du mandant ;
2. subordonnait la faculté de proposer -ou d'accepter- de gérer pour autrui, à la détention des moyens nécessaires pour servir au mieux cet intérêt ;

3. posait que cette gestion, quel que soit l'établissement qui la pratique, doit d'exercer dans un cadre d'autonomie de décision propre à éviter les conflits d'intérêt et, s'il en survient, à les trancher en faveur du mandant;
4. organisait, de façon spécifique et modulaire, l'agrément, la réglementation, la représentation, la centralisation statistique -au sens du terme anglais "reporting"-, le contrôle et la discipline de la profession de la gestion sous mandat.

Les lignes de force de cette architecture pourraient être les suivantes :

#### **A. En matière d'agrément**

- confier l'instruction et la délivrance à une autorité unique ;

- moduler cet agrément selon l'étendue des secteurs d'activité et spécialités auxquels l'impétrant postule, en fonction de capacités et moyens qui sont les siens ;

- soumettre à déclaration d'activité et à la justification que les compétences et moyens nécessaires sont bien réunis, les établissements, tels que les banques, auxquels la loi qui les régit confère d'office l'agrément ;

- associer les professionnels à la procédure en instituant une ou plusieurs commissions consultatives d'agrément.

**B. Deuxième grande ligne de force, instituer une organisation professionnelle compétente** pour l'ensemble des métiers ou, à défaut, fédérer les organismes propres aux différents segments, rendre obligatoire à quiconque entend pratiquer la gestion sous mandat d'adhérer directement ou indirectement à cette organisation et ainsi procurer à la puissance publique un interlocuteur majeur, structuré et compétent.

**C. Troisièmement, confier à l'instance d'agrément, outre le recueil des statistiques indispensables, l'exercice ou la supervision du contrôle des différentes activités ressortissant de la gestion sous mandat**, quel que soit le statut des intervenants, assortir ce contrôle de règles de procédure garantissant aux assujettis un examen contradictoire.

**D. Quatrièmement et enfin, instaurer une juridiction disciplinaire indépendante**, habilitée à sanctionner, s'il y a lieu, les manquements des intervenants, aussi bien des entreprises que de leurs dirigeants et commis.

Dans cet effort de rassemblement, il ne m'appartient pas de prendre position sur l'organisme appelé à concentrer les fonctions d'agrégation, au sens que Littré donne à ce mot, d'élaboration des textes réglementaires, de centralisation statistique et de contrôle. Il me semble néanmoins que le plus apte à le faire est à ce jour, qu'on le veuille ou non, celui qu'une ordonnance a érigé, il y a près de 27 ans déjà, en puissance tutélaire de l'épargne à risques : la Commission des opérations de Bourse.

Si telle devait être la volonté du législateur, cette confirmation, mais aussi cet élargissement de la compétence de la COB, devraient toutefois, je l'avance sans aucune trace d'irrespect, ni de critique, ni aucune prétention d'immixtion, s'accompagner d'un approfondissement de son insertion dans le tréfonds de la gestion sous mandat, par un élargissement de sa composition et une accentuation de l'expertise de sa technostucture.

**Compte rendu de l'audition de**

**M. LEPETIT,**

**Président du Conseil du Marché à Terme**

**et de M. LOUBERT,**

**Secrétaire Général**

**le Mardi 22 février 1994**

Pour commencer son intervention, M. LEPETIT a souhaité dresser un panorama de la place de Paris pour en souligner la complexité dans le cadre de la transposition de la directive sur les services d'investissement.

Cette complexité est le résultat de la diversité des marchés, des intermédiaires, des produits et des autorités de tutelle de ces différentes activités.

Sur le plan des marchés, il faut distinguer les marchés organisés et réglementés (MATIF, SBF) des marchés de gré à gré ; les premiers se caractérisent par une définition standardisée de leurs produits, une organisation de la négociation garantissant la protection des intérêts des clients et la transparence des transactions et, enfin, une organisation de la compensation et des règlements assurant la bonne fin des opérations.

Les marchés de gré à gré réunissent des acteurs qui négocient librement et bilatéralement leurs transactions : c'est le cas du marché des changes et du marché monétaire par exemple.

Sur ce point, la distinction entre les deux types de marchés n'est pas parfaitement claire puisque le rôle de la Banque de France, du Comité des Etablissements de Crédit et de la Commission Bancaire, à l'égard des intermédiaires soumis à la loi bancaire, peut laisser dire que ces marchés sont à tout le moins organisés et dans une certaine mesure réglementés. Quoiqu'il en soit, l'application de la directive exigera une distinction entre ces types de marchés.

**Sur le plan des produits, la diversité des instruments financiers est grande ; ainsi peuvent-ils sans doute être reclassés, comme il est logique, entre produits réglementés (valeurs mobilières, contrats MATIF) et produits de gré à gré ; mais les mêmes produits peuvent faire dans certains cas l'objet d'échanges sur les deux types de marchés ; en outre certains produits, caractéristiques de marchés de gré à gré (warrants d'actions par exemple, ...), tendent à devenir des produits de marchés réglementés dans la mesure où ils sont introduits à la cote de la bourse de Paris.**

**Les autorités de tutelle et de place sont organisées autour de fonctions non complémentaires qui tendent à se recouvrir : la COB (ayant mission de la protection de l'épargne) a en principe une compétence sur tous les marchés où l'épargne s'investit, ce qui recouvre en théorie à la fois les marchés réglementés et les marchés de gré à gré mais en pratique ne paraît ni possible, ni peut-être souhaitable. Le Comité des Etablissements de Crédit, la Banque de France et la Commission Bancaire supervisent les intermédiaires de la loi bancaire quelles que soient leurs activités ou les marchés sur lesquels ils opèrent ; le CBV et le CMT réglementent et sanctionnent le non-respect des règles ; il faut aussi mentionner dans ce cadre les entreprises de marchés (SBF/MATIF) qui jouent un rôle non seulement d'organiseurs de marchés mais sont aussi de par leur constitution et leur Conseil, des entreprises de place.**

**Enfin, les acteurs et intermédiaires des marchés, peuvent être distingués selon les métiers et les fonctions : donneur d'ordre, transmetteur d'ordre, teneur de marché/ou contrepartiste ; ces distinctions peuvent être reflétées dans les différents statuts des membres d'un marché organisé mais chaque intermédiaire peut jouer plusieurs rôles tant sur des marchés réglementés que de gré à gré.**

**M. LEPEFIT a expliqué que la transposition de la directive nécessiterait d'ordonner ce paysage. En effet, la directive tend à simplifier la situation en donnant à tous l'accès aux marchés, sous réserve de l'obtention d'un agrément dans le pays d'origine (passeport européen) ; cela exige de définir les concepts de marchés réglementés pour les distinguer des autres et supprimer tout monopole des intermédiaires et des organisateurs de ces marchés.**

**Deux démarches sont possibles : une démarche ambitieuse de réaliser un jardin à la française en réorganisant l'ensemble des activités de la place sur de nouvelles bases : ce type de projet a sa logique, mais relève d'un travail pharaonique, aux yeux de M. LEPETIT. Une autre démarche plus pragmatique consiste à adapter, à la marge, les structures existantes.**

En pratique, la directive impose d'organiser et, sans doute, de simplifier le dispositif institutionnel relatif à l'agrément, au contrôle et à la déontologie des différents marchés, tant réglementés que de gré à gré.

Parallèlement, sur les marchés réglementés, il importe de définir les autorités qui réglementent et contrôlent les opérateurs et leurs opérations dans le cadre du fonctionnement de ces marchés.

Sur ces deux points, des travaux de place et, en particulier le rapport "de la Serre", ont proposé des solutions qui semblent intéressantes : sur le plan de l'agrément, un comité des établissements de crédit, renouvelé, pourrait jouer un rôle global de place. Dans le même esprit, le contrôle prudentiel pourrait être globalement confié à la Commission Bancaire.

La directive prévoit un traitement différent applicable aux marchés réglementés et aux marchés de gré à gré ; une telle distinction exigera des critères et une liste appropriée de ces marchés ; dans ce domaine, M. LEPETIT estime qu'il serait inopportun d'élargir la définition de ces marchés organisés à d'autres structures que celles, existantes, des marchés de produits dérivés et de valeurs mobilières : l'intérêt de la place, de ses opérateurs et de ses clients lui paraît mieux préservé en conservant un bon équilibre entre les marchés réglementés et les marchés de gré à gré (cf annexe sur cette question).

Quant aux marchés réglementés eux-mêmes, le rapport "de la Serre" préconise un rapprochement du CMT et du CBV.

Une telle fusion a peu d'intérêt opérationnel, sauf à structurer de manière plus rationnelle les rapports entre les marchés sous-jacents et leurs dérivés, mais ces rapports ne posent pas vraiment de problèmes aujourd'hui.

La fusion permettrait en outre d'harmoniser, ou d'unifier les principes, la doctrine et la réglementation entre les marchés dérivés et les valeurs mobilières ; pourtant il est évident que les particularités de chaque type de marchés représentent des contraintes culturelles, techniques ou juridiques qu'il faudra de toute manière respecter.

A dire vrai, l'intérêt du rapprochement est de constituer une solide structure institutionnelle, en charge des marchés de "securities", animée par des professionnels, réalisant un équilibre souhaitable, sans doute, avec les autres institutions de l'organisation générale de la place.

Les différentes réflexions faites, en résumé, M. LEPETIT estime que les travaux à venir devront s'inspirer des principes suivants :

- il ne faut pas bouleverser une organisation de place qui a fait ses preuves, et dans le cas de l'ensemble CMT/MATIF, avec un remarquable succès ;
- il est essentiel de conserver des structures où les professionnels exercent un rôle de réglementation et de contrôle des marchés sur lesquels ils opèrent, en liaison avec les principales catégories d'intervenants et les autres autorités de marchés ;
- il faut définir de manière restrictive la notion de marché réglementé, tant dans l'intérêt des intervenants et des autorités, que pour ne pas compliquer à l'infini les problèmes posés par l'obligation de contrôler les activités, les produits, les opérateurs et les opérations de ces marchés ;
- toute initiative dans ces domaines devra être analysée à la lumière de ses conséquences sur la compétitivité de la place de Paris et dans l'intérêt de ses opérateurs et de ses clients.

## ANNEXE

### MARCHE ORGANISE, DE GRE A GRE ET REGLEMENTE

Depuis la nuit des temps, un marché a pour objet d'organiser l'échange : dans ce but, il doit identifier l'objet de l'échange ou le produit, organiser la négociation -le lieu, le prix, le contrat- ainsi que sa réalisation, le règlement / livraison du produit.

En pratique, un marché est toujours plus ou moins organisé et réglementé : la place du village ou le système informatique CAC organisent tous les deux efficacement le rapprochement des acheteurs et des vendeurs sur un type de produit prédéfini ; la spécialisation des tâches et l'intérêt des parties créent un besoin d'intermédiaires dont il faut définir plus ou moins officiellement le rôle ; depuis toujours, le Prince, l'Etat organisent et réglementent la transparence de l'échange pour contrôler le marché en assurant sa sécurité et prélever leur dîme. Enfin, tout échange fait l'objet d'un contrat, juridiquement encadré. Sous tous ces aspects, les mots "organisé et réglementé" sont propres à tous les marchés.

S'il est néanmoins utile de segmenter les marchés entre ceux qui sont réglementés et les autres, supposés être "de gré à gré", c'est sans doute moins en raison de leurs caractéristiques propres sur le plan des produits, de leurs modes de négociation et de règlement que dans l'intérêt public et collectif ; plus précisément, il semble utile de distinguer les marchés où toutes catégories d'opérateurs ont accès -de la veuve bien connue aux plus grandes institutions- et donc dont les intérêts doivent être protégés des autres marchés où la qualité des participants et des intermédiaires, la spécialité des produits, l'étroitesse des échanges permettent de penser que les opérateurs peuvent organiser eux-mêmes, ou compter sur eux-mêmes pour assurer leur protection.

Les premiers seront dits réglementés -et par définition organisés-, et les seconds de gré à gré et le plus souvent assez organisés.

Sur ces bases, on peut caractériser ces deux catégories de marchés de la manière suivante :



**Un marché réglementé définit ses produits par des standards, dont les caractéristiques ont non seulement l'avantage d'identifier précisément l'objet du contrat, mais d'augmenter les volumes et la liquidité des échanges.**

A contrario, un marché de gré à gré organise des échanges sur des produits sur mesure, définis d'un commun accord entre l'acheteur et le vendeur : le banquier et son client, clients entre eux ou banquiers entre eux. Sans doute, une catégorie d'opérateurs, des intermédiaires peuvent définir en commun un minimum de standards (marché des swaps, marché des changes), mais chaque opération fait l'objet d'un contrat spécifique "de gré à gré".

**Sur un marché réglementé, la négociation des contrats est structurée de manière précise, organisant l'accès des clients au marché, définissant le rôle et les conditions de travail des intermédiaires, organisant la formation et la transparence des prix.**

Sur un marché de gré à gré, la liberté de négociation est la règle, chaque opérateur prenant la responsabilité de son échange, dans le cadre du droit civil ou commercial. Sans doute, certains intermédiaires peuvent être réglementés -les banques-, ce qui garantit la sécurité des transactions entre elles et leurs clients ; mais en théorie et en pratique, un marché de gré à gré peut fonctionner sans passer par des intermédiaires réglementés.

Enfin et surtout, un marché de gré à gré réalise un échange dont le risque final est entre les parties du contrat : l'acheteur et le vendeur contractent à leurs propres risques.

**En revanche, un marché réglementé organise toujours le mode de réalisation de l'échange : compensation bi/multilatérale, règlement/livraison des produits et paiements, ce faisant, il substitue à un risque bilatéral un risque multilatéral - collectif, systémique- infiniment moins grand, par définition, que le risque bilatéral.**

Comme on le voit, chaque type de marché a ses avantages et ses inconvénients : souplesse et risques des marchés de gré à gré ; rigidité, liquidité et sécurité des marchés réglementés ; ces différences les rendent complémentaires et, même, solidaires.

Cet ensemble est une bonne construction : le danger serait que les uns et les autres veuillent s'absorber réciproquement car ils diminueraient la sécurité, la liquidité et la transparence qui font l'intérêt des uns, ou compromettraient la souplesse et l'efficacité des autres.

**Compte rendu de l'audition de**  
**M. Gérard PFAUWADEL**  
**Président directeur général de MATIF SA**  
**et M. Patrick STEPHAN**  
**Directeur des services juridiques**  
**le Mercredi 30 mars 1994**

**M. PFAUWADEL** a fait part de sa satisfaction de voir **MM. les Sénateurs** s'intéresser à la question de la transposition des directives de services en investissement et d'adéquation des fonds propres en droit français, en amont de la présentation du projet de loi lui-même. Il a rappelé que le **MATIF** avait connu et continuait de connaître une croissance extraordinaire. Ce marché constitue maintenant une référence internationale et apparaît comme l'un des signes les plus significatifs du dynamisme et du développement de la place financière de Paris. Il convient donc de veiller à ce que cette dynamique ne soit pas "cassée" par des réformes qui seraient inutiles et qui iraient au-delà de ce qui est nécessaire pour la stricte transposition des directives.

A cet égard, **M. PFAUWADEL** a insisté sur le fait que le cadre légal particulier régissant les marchés à terme en France (loi du 28 mars 1885 amendée), est tout à fait satisfaisant. Jamais le **MATIF** stricto sensu n'a appelé de commentaires défavorables ou n'a suscité d'inquiétudes particulières de la part des autorités de place ou des intervenants. Il serait donc extrêmement regrettable de modifier la loi du 28 mars 1885 dans ses principes essentiels, puisqu'elle a montré qu'elle constituait un cadre légal parfaitement adapté à un secteur d'activité financier pourtant difficile à traduire et sécuriser à travers des textes législatifs.

**M. PFAUWADEL** a rappelé que la directive de services en investissements ne concernait pas les marchandises. Or **MATIF SA**, qui a repris l'organisation et la compensation des marchés à terme dans ce domaine depuis 1990, a lancé en ce domaine un certain nombre de projets importants, de nature à permettre à la France, pays à vocation traditionnellement agricole, de reconquérir dans ce secteur d'activité la place qui lui revient. Ainsi sera lancé un contrat à terme sur le colza en 1994, puis sans doute plus tardivement un contrat sur le blé, l'évolution de la politique agricole commune rendant indispensable l'offre de mécanismes de couverture sur des prix appelés à connaître une volatilité croissante. Il convient donc de veiller à ce qu'à l'occasion des réformes législatives qui s'annoncent, les marchandises ne soient pas oubliées.

**M. PFAUWADEL** a particulièrement insisté sur le fait que la compensation n'entre pas dans le champ d'application de la directive de services en investissements. Or, la compensation constitue la valeur ajoutée essentielle d'un marché à terme réglementé comme le **MATIF**. C'est à travers la compensation que se gère le risque, dont on connaît l'importance compte tenu de l'effet de levier propre à ces marchés. La gestion de ce risque est de la responsabilité directe, pleine et entière de **MATIF SA** en sa qualité de chambre de compensation. Il s'agit d'un risque propre de crédit comme en assument les établissements bancaires. C'est d'ailleurs pour cette raison que **MATIF SA** est un établissement de crédit classé par la loi bancaire dans la catégorie des institutions financières spécialisées. Or, le contrôle du risque de crédit ne se délègue pas. Il doit être assumé par la chambre de compensation elle-même. La compensation ne doit donc en aucun cas faire l'objet de modifications à travers les prochaines réformes législatives. La situation doit, à cet égard, rester en l'état.

Sur la question de la fusion du **CMT** et du **CBV**, **M. PFAUWADEL** a précisé qu'il avait sa propre opinion, d'ailleurs plutôt isolée, et qu'il considérait donc ne pas devoir nécessairement la défendre en toutes hypothèses. **M. PFAUWADEL** est opposé à la fusion du **CMT** et du **CBV** pour les raisons suivantes :

a) Le **CMT** est constitué de professionnels proches du marché, et c'est un organisme qui a donné toute satisfaction dans le passé.

b) Il est important que sur les marchés financiers, l'autorité soit proche de ceux-ci, de façon à ce qu'elle établisse une réglementation qui soit applicable et appliquée. Il faut à cet égard se rappeler la situation désastreuse de la **COMT**. La réglementation et la discipline constituent un processus itératif. Si la réglementation n'est pas applicable il faut pouvoir l'adapter rapidement et

intelligemment pour la rendre efficace et par conséquent la faire respecter.

c) Toute création d'une autorité trop éloignée du marché et dédiée à d'autres secteurs financiers, aboutirait de façon certaine à rendre le marché moins performant car la réglementation serait alors moins adaptée, et donc moins respectée.

Sur la question de l'évolution nécessaire ou non du statut de la COB, M. PFAUWADEL a indiqué que sa position dépendait de la création ou non du CMF. En cas de création du CMF et transfert des agréments et du contrôle au comité des établissements de crédit et à la commission bancaire, la COB devrait devenir une entité purement juridictionnelle. A défaut de création du CMF, la COB devrait conserver ses compétences actuelles.

En ce qui concerne l'agrément, M. PFAUWADEL a souligné que l'on se trouvait ici soumis à la contrainte des directives. Le passeport européen constitue une chance pour les marchés français si nous nous mettons juridiquement en état de la saisir. Il convient de rappeler que l'approche de la directive est de s'intéresser aux métiers plutôt qu'aux statuts. Sachant que la compensation reste en dehors du passeport, M. PFAUWADEL a précisé qu'il convient de faire preuve d'une grande vigilance quant à l'octroi du passeport français. Il est impératif de rester en cohérence avec ce que vont faire les autres pays de l'Union européenne. La question qui se pose en France concerne spécifiquement les entreprises non bancaires. L'intermédiation est indispensable au fonctionnement des marchés. Or, la France a eu jusqu'à présent une approche très différente des pays anglo-saxons, dans lesquels de nombreuses entreprises de petites tailles ("introducing brokers") assurent une dynamique aux marchés dans le domaine de l'intermédiation, sans être banques, et en ne recueillant donc pas de fonds du public. C'est d'ailleurs ce qui explique que la directive d'adéquation des fonds propres soit établie sur cette distinction fondamentale. La question de la détention des fonds dans les pays anglo-saxons est réglée grâce au mécanisme de la ségrégation, qui assure une totale garantie aux investisseurs.

La transposition des directives est l'occasion de s'interroger en France sur l'opportunité de développer un secteur d'intermédiation non bancaire (prise d'ordres, négociation, gestion de portefeuille...) assorti d'une obligation de dépôt direct des fonds dans les établissements de crédit. A défaut, ce seront les établissements de ce type agréés dans les autres pays de l'Union européenne qui assureront ces fonctions en France..

Il faut, d'une manière générale, éviter en France de poser des exigences (notamment de fonds propres), qui soient trop éloignées de celles qui seront requises dans les autres pays de

**l'Union européenne, car dans cette hypothèse, les entreprises d'investissements se délocaliseront pour l'obtention de l'agrément, et reviendront ensuite en France pour mener leur activité.**

**Dans le cas où le législateur favoriserait le développement de l'intermédiation non bancaire en France, l'agrément devrait être respectivement de la responsabilité :**

- de la COB pour les entreprises non bancaires ;**
- du comité des établissements de crédit pour les établissements de crédit.**

**En ce qui concerne enfin le contrôle et la discipline, M. PFAUWADEL a rappelé qu'il convenait d'opérer une distinction entre :**

**a) Le contrôle des risques, qui concerne en fait la compensation, et qui ne relève donc pas des directives. MATIF SA, comme il a été indiqué ci-dessus, entend conserver la totale maîtrise du contrôle des risques qu'elle assume en qualité de contrepartie des intervenants sur son marché.**

**b) Le contrôle de la négociation et du respect de la déontologie sur les marchés, qui doit relever du CMT (ou du CMF si celui-ci se substitue au CMT), sous le contrôle de la COB, qui s'assure que les organismes professionnels exercent un contrôle rigoureux et approprié.**

**c) Le contrôle prudentiel (ou de solvabilité) qui doit dépendre de la détention ou non de fonds pour le compte des clients**

**- pour les établissements de crédit et les entreprises non bancaires tenant des comptes, le contrôle doit être assuré par la commission bancaire ;**

**- pour les entreprises non bancaires ne tenant pas de compte, le contrôle pourrait être assuré par la COB, comme elle le fait déjà pour les sociétés de gestion de portefeuille.**

**Compte rendu de l'audition de  
MM. Jean-Baptiste de FRANSSU  
et Luc LEFEVRE**

**Représentants du "Groupe de travail sur la  
sécurité et l'indépendance des services  
d'investissement en France"**

**le Mercredi 30 mars 1994**

M. Jean-Baptiste de FRANSSU a tout d'abord rappelé que le "Groupe de travail sur la sécurité et l'indépendance des services d'investissement en France" avait été créé en 1991, de manière informelle entre plusieurs personnalités de la place financière de Paris, dans le but de mieux cadrer l'évolution des sociétés de conseil en investissement.

Ce groupe de travail, à géométrie variable, comprend autour d'un noyau dur de participants, des représentants des chambres syndicales, de la COB, de la Caisse des dépôts et consignations...

En 1989, dans son rapport sur le projet de loi relatif à la "sécurité et à la transparence du marché financier", le député Christian Pierret estimait que les entreprises de services d'investissement (essentiellement les conseils en patrimoine et les conseillers financiers), représentaient un chiffre d'affaire sous gestion d'environ 70 milliards de francs.

Précisément, la loi du 2 août a mis fin à l'activité de "remisier", et a institué un nouveau statut pour la gestion de portefeuille en adaptant les règles professionnelles de transmission d'ordres concernant les valeurs mobilières.

M. de FRANSSU a rappelé que certains aspects liés à cette nouvelle organisation du marché n'ont pas été transcrites dans la réglementation. Il s'agit en particulier de l'activité de démarchage

financier dont les règles sont complexes et souvent inadaptées à la réalité, et du conseil financier qui échappe à toute réglementation.

Il a estimé que la transposition de la directive sur les services d'investissement pourrait être l'occasion de revenir sur cette législation totalement obsolète. Il a évoqué à ce sujet le problème de la responsabilité qui pèse actuellement sur les établissements fournisseurs de services en investissement, alors que la remise de cartes de démarcheurs financiers par les parquets, pourrait laisser croire aux épargnants que cette responsabilité pèse sur les démarcheurs eux-mêmes.

Dans le cadre d'une réforme du démarchage financier trois axes de réflexion lui ont semblé prioritaires :

- une nouvelle réglementation de la distribution et de la commercialisation des produits financiers, en vue d'assurer une meilleure protection du consommateur, et de donner aux établissements producteurs et teneurs de compte-titres les moyens d'assurer leur responsabilité ;
- la mise en place d'un contrôle de l'activité des démarcheurs, sans intervention directe de l'Etat, prenant en compte les attentes des clients soucieux de conseils et d'une offre plus indépendante ;
- une réflexion sur les frontières actuelles entre autorités de surveillance dans le cadre de la distribution des produits d'épargne : OPCVM, assurance-vie en unités de compte, SCPI.

M. de FRANSSU, a encore évoqué les travaux du Conseil économique et social et notamment le rapport de Yvette Chassagne qui met en lumière les lacunes existantes et le risque auquel l'épargne est aujourd'hui exposée.

Il a conclu son intervention en indiquant qu'une telle réforme du démarchage financier ne pourrait que favoriser le placement en actions.

**Compte rendu de l'audition de**  
**MM. Gilbert de MOURRE Henri CUKIERMAN, et**  
**Bernard JANICOT,**  
**Association Française des Sociétés Financières**  
**le Mercredi 6 avril 1994**

Les représentants de l'Association ont tout d'abord rappelé quelques données significatives de l'activité des sociétés financières.

L'Association des sociétés financières (ASF) est l'organisme professionnel des établissements de crédit spécialisés. Elle est membre fondateur de l'Association Française des Etablissements de Crédit (AFEC).

Elle a pour vocation de représenter et de défendre les intérêts de ses adhérents - les sociétés financières, dont les maisons de titres qui en sont membres de droit en application de la loi bancaire de 1984 - auprès des autorités du crédit. Des banques spécialisées y adhèrent à titre volontaire avec le statut de membres correspondants.<sup>1</sup>

Au 31 mars 1994, l'ASF comprend 827 Adhérents dont 797 sociétés financières et 30 banques spécialisées.

En raison de la grande diversité des métiers de ses adhérents, l'ASF est organisée en sections spécialisées (affacturage, crédit-bail immobilier, financement immobilier, financement des ventes à crédit, maisons de titres, sociétés de caution, etc.).

---

<sup>1</sup> L'ASF, comme l'AFB, organisme professionnel des banques, n'exerce aucun contrôle sur ses adhérents. Seuls les organes centraux comme par exemple la Chambre Syndicale des Banques Populaires, prévus aux articles 20 et suivants de la loi bancaire exercent un véritable rôle de tutelle sur les sociétés qui leur sont affiliées, impliquant un contrôle administratif, technique et financier.



**La section des maisons de titres compte 158 membres. Ces organismes plus particulièrement concernés par la transposition de la directive sur les services d'investissement, assurent la gestion du patrimoine de leurs clients soit directement, soit par l'intermédiaire d'OPCVM, et proposent des techniques financières diversifiées sur les marchés financiers en tant qu'intermédiaires, arbitragistes ou contrepartistes.**

**S'agissant de leur contrôle, 116 maisons de titres (soit 73 %) sont françaises et 42 sont sous contrôle étranger.**

**Sur les 116 maisons de titres françaises 66, soit 57 %, sont contrôlées par des banques ou ont un actionnaire bancaire de référence, 20 sont détenues par des institutionnels, 16 sont filiales de sociétés de bourse, elles-mêmes contrôlées par un actionnaire bancaire, 4 ont le double statut de maisons de titres et de sociétés de bourse, 5 sont issues de groupes financiers importants et 5 sont détenues par des particuliers.**

**Sur les 42 maisons de titres sous contrôle étranger, 19 sont issues de la CEE (notamment Royaume-Uni et Allemagne) 9 de l'Association européenne de libre échange (AELE), 11 des Etats-Unis et 3 du Japon. Elles sont détenues soit par des banques, soit par des groupes orientés vers les activités de marché telles que les maisons de titres japonaises, les banques de marché britanniques ou les sociétés d'investissement américaines, soit par des institutionnels.**

**S'agissant des métiers exercés, une distinction essentielle doit être faite selon que l'activité est exercée pour compte de tiers (84 sociétés), pour compte propre (35) ou pour les deux (39)**

**En dehors de leurs activités principales, les maisons de titres peuvent exercer l'intermédiation sur les marchés d'instruments financiers (46 sociétés dont 20 intervenants sur le MATIF), l'ingénierie financière (43 sociétés), ou la négociation de valeurs du Trésor (4 sociétés sont "Spécialiste en valeurs du Trésor").**

**S'agissant enfin du volume de leurs activités, ces sociétés géraient à fin 1992, 620 milliards de francs d'actifs pour le compte de la clientèle (soit 12 % de la capitalisation des valeurs françaises) dont 70 % sous forme d'OPCVM <sup>2</sup>, disposaient de 60 milliards de francs d'actifs en compte propre et détenaient 175 milliards de francs d'actifs en dépôt (directement ou par l'intermédiaire de filiales ad hoc). Sur le MATIF les maisons de titres**

---

<sup>2</sup> *Ce montant comprend toutefois un établissement appartenant à un grand groupe bancaire qui représente la moitié du total.*

ont - directement ou à travers des GIE - échangé, en 1992, 22 millions de contrats, soit 40 % de l'ensemble des transactions.

Sur le marché primaire, 17 maisons de titres ont participé, en 1992, à 262 syndicats de placement (essentiellement obligataires) pour un montant total de titres placés de 12 milliards de francs. Par tradition, les maisons de titres ont une importante activité sur le marché du reclassement des titres émis.

**M. de MOURRE a ensuite évoqué les principaux problèmes soulevés par l'application de la directive et notamment les orientations concernant l'organisation institutionnelle future.**

Il a rappelé qu'à la suite du rapport de M. BARBIER DE LA SERRE de 1992 sur "l'avenir de l'intermédiation boursière en France" un consensus s'était dégagé au sein des établissements de crédit sur les principales orientations à retenir et notamment :

sur l'intégration des sociétés de bourse dans la loi bancaire par souci de rendre homogène le régime applicable aux établissements intervenant sur les marchés ;

sur l'unification de la procédure d'agrément sous l'égide d'une seule autorité de tutelle qui serait le Comité des Etablissements de Crédit dont la composition serait élargie ;

enfin, sur une certaine unification des contrôles prudentiels.

Dans la continuité de ces propositions qu'elle avait approuvées en son temps, la profession des Maisons de Titres serait favorable à une organisation institutionnelle dans laquelle :

- l'agrément des intermédiaires de marché serait donné par le Comité des Etablissements de Crédit dont la composition, pour le traitement de ces dossiers, serait élargie à des personnalités issues, par exemple, du Conseil des Bourses de Valeurs (CBV) ou du Conseil du Marché à Terme (CMT) ;

- le contrôle des intermédiaires de marché continuerait à être assuré par la Commission Bancaire, sans qu'il y ait remise en cause du rôle exercé par la Société des Bourses Françaises et MATIF S.A. dans leur mission spécifique de contrôle du respect de l'intégrité des marchés ;

- la réglementation incomberait au Comité de la Réglementation Bancaire et à une institution propre aux marchés financiers qui aurait la responsabilité d'élaborer la réglementation applicable aux activités de marché. Cette institution serait soit, comme le suggérait le rapport de M. BARBIER DE LA SERRE, le Conseil des Marchés Financiers (CMF) issu de l'unification du CBV et du CMT, soit le CBV et le CMT, chacun réglementant le marché qui lui est propre ;

- la déontologie serait laissée à l'initiative des organisations professionnelles, le pouvoir de tutelle relevant par principe de la commission Bancaire en vertu des dispositions de l'article 37 de la loi bancaire qui stipule que "(la Commission Bancaire) veille au respect des règles de bonne conduite de la profession".

M. de MOURRE, a ensuite rappelé l'attachement des maisons de titre à leur statut d'établissement de crédit, classé dans la catégorie des sociétés financières, et souhaité voir élargir ce statut en leur permettant d'octroyer des crédits à leur clientèle en vue de l'achat de titres

La nature des activités exercées par les maisons de titres résulte directement de la loi bancaire du 24 janvier 1984. Indépendamment des activités énoncées à l'article 18 de la loi, les maisons de titres, comme tout autre établissement de crédit, peuvent exercer les activités connexes énumérées à l'article 5, à savoir : les opérations de change ; les opérations sur or, métaux précieux et pièces ; le placement, la souscription, l'achat, la gestion, la garde et la vente de valeurs mobilières et de tout produit financier ; le conseil et l'assistance en matière de gestion de patrimoine ; le conseil et l'assistance en matière de gestion financière, l'ingénierie financière et d'une manière générale tous les services destinés à faciliter la création et le développement des entreprises, sous réserve des dispositions législatives relatives à l'exercice illégal de certaines professions.

Elles peuvent également exercer les activités définies à l'article 7 de la loi bancaire qui traite des activités autres que les opérations de banque et les opérations connexes. Ces activités ont été précisées par un règlement du Comité de la Réglementation Bancaire (CRB n° 86-21 du 24 novembre 1986). Il s'agit, par exemple : "(d') apporter à sa clientèle des services qui, tout en n'étant pas connexes à son activité, constituent le prolongement d'opérations de banque...".

Par ailleurs, en tant qu'établissement de crédit, les maisons de titres ont accès au marché interbancaire. Elles y exercent une activité importante, soit plutôt en tant qu'emprunteur - pour les maisons de titres opérant pour compte propre -, soit plutôt en tant que prêteur, du fait du placement des fonds propres - pour les maisons de titres opérant exclusivement pour compte de tiers.

M. de MOURRE en a conclu que, par la nature des activités qu'elles exercent, les maisons de titres se rapprochent de leurs homologues japonaises ou des "investment bank" américaines, à ceci près qu'en France les avances de trésorerie à la clientèle dans le cadre des opérations sur titres sont strictement interdites, alors que le régime est plus souple aux Etats-Unis. L'octroi de crédits à la clientèle en vue de l'achat de titres est d'ailleurs prévu par la directive sur les services d'investissement.

Aussi a-t-il estimé souhaitable que les maisons de titres qui d'ores et déjà proposent trois des quatre services d'investissement visés par la directive - qui peuvent être source de création monétaire - (services relatifs aux swaps) puissent également élargir le domaine de leurs interventions à ce quatrième service qui ne constitue qu'un prolongement de leur statut d'établissement de crédit. Bien entendu, cette activité ne pourrait être exercée que dans le cadre d'un règlement édicté par le Comité de la Réglementation Bancaire et sous la surveillance de la Commission Bancaire, organe de contrôle "naturel" des maisons de titres.

Les membres de l'Association ont ensuite répondu à quelques questions complémentaires sur les conséquences de l'application de la directive.

Il leur a été demandé en premier lieu ce qu'ils pensaient du passage du rapport ESTEVA (pages 45 et 46) qui suggère une redéfinition, voire la disparition du statut de maison de titres, en considérant notamment que "la capacité des maisons de titres ne permet pas de répondre aux questions posées par la prestation de services... (octroi de crédits à la clientèle, services relatifs aux instruments du marché monétaire, services de change, services relatifs aux swaps)...".

Les représentants de la profession ont observé tout d'abord que le statut de maison de titres comporte un réel intérêt pour une vingtaine de sociétés de bourse (4 sociétés de bourse ont le double statut et 16 maisons de titres sont filiales de sociétés de bourse) et que de surcroît, plusieurs dossiers étaient en cours d'agrément devant le Comité des Etablissements de Crédit.

Ils ont estimé ensuite que le rapport ESTEVA procédait à une analyse inexacte de l'activité des maisons de titres. Ils ont rappelé les éléments suivants tirés de la description que fait la Commission Bancaire des métiers exercés par les maisons de titres :

- à l'exception de l'octroi de crédits et de la réception de fonds du public à moins de deux ans, qui constituent le coeur de l'activité de banque commerciale, et dans les limites qui sont fixées à leur champ d'activité lors de leur agrément, les maisons de titres peuvent conduire les mêmes opérations que les autres établissements de crédit ;

- dans le domaine des valeurs mobilières en particulier, elles peuvent proposer exactement les mêmes services que les autres établissements de crédit : gestion de portefeuille pour le compte de la clientèle, mais également placement de titres à l'émission et participation à des syndicats de placement, conservation de titres ainsi que d'actifs d'OPCVM ;

- les maisons de titres ont également accès à tous les compartiments des marchés de capitaux, en particulier les marchés d'instruments financiers à terme ;

- en outre, les maisons de titres, comme les autres établissements de crédit, peuvent effectuer des opérations connexes à leur activité principale telles que celles définies à l'article 5 de la loi bancaire ou prendre des participations et exercer des activités non bancaires dans les mêmes conditions et avec les mêmes contraintes prudentielles que les autres établissements de crédit ;

- au surplus en ce qui concerne l'activité particulière de gestion de portefeuilles, ils ont rappelé que les sociétés de gestion de portefeuille agréées par la Commission des Opérations de Bourse, qui relèvent de la loi n° 89-531 du 2 août 1989, reçoivent des mandats de la part de leur clientèle relatifs à la gestion de portefeuilles de valeurs mobilières, de contrats à terme négociables ou de produits financiers. Mais ces organismes n'ont pas la capacité d'ouvrir des comptes-titres à leur clientèle ni, a fortiori, celle d'exercer une activité pour compte propre à la différence des maisons de titres.

Répondant en second lieu à une question sur le niveau souhaitable de transparence dans la future organisation du paysage boursier et financier, les représentants de l'Association ont émis le

souhait que l'organisation future des marchés assure à la fois une suffisante transparence et le maintien d'une situation réelle de concurrence. Ils ont en effet indiqué qu'une bonne transparence inspire confiance et constitue un excellent atout pour une place financière. Toutefois, ils ont considéré qu'il y avait là un délicat arbitrage à réaliser et que les établissements français risquaient, si on leur demandait une transparence plus importante que leurs concurrents des autres places internationales, de se trouver en position d'infériorité.

Répondant à une question sur les erreurs à éviter lors de la transposition de la directive, les représentants de l'Association ont attiré l'attention du groupe de travail sur la nécessité qu'il y avait à ce que les règles prudentielles n'empiètent pas sur les règles de contrôle interne. Des règles prudentielles trop précises pouvant se révéler inadéquates aux réalités du marché, ils ont souhaité la mise en place d'un système de règles pragmatiques et le renforcement du rôle et des moyens de la Commission Bancaire.

Enfin, à la question de savoir quelles seraient les conséquences de l'ouverture du marché européen des services financiers, les membres de l'Association ont indiqué que l'ouverture du marché européen ne constituait pas, *a priori*, une menace pour les maisons de titres françaises. Ils ont rappelé que la plupart des grands groupes français étaient déjà présents à l'étranger soit directement par des implantations locales, soit à travers des accords de partenariat.

De la même façon, les principales maisons de titres ou banques de marché des différents pays d'Europe, des Etats-Unis ou du Japon sont déjà présentes à Paris soit à travers des filiales qui ont adopté un statut de banque ou de maison de titres, soit, plus rarement, par des succursales.

Ils ont également indiqué que l'on voit se constituer des équipes multinationales en vue d'intervenir sur les nouveaux marchés et de négocier sur les nouveaux produits. Cette façon de travailler est certainement appelée à se développer à l'avenir et peut constituer des opportunités d'accès à des marchés étrangers pour des sociétés de taille plus modeste.

**Compte rendu de l'audition de**  
**M. Dominique PENNINON, et de**  
**M. Denis MORTIER,**  
**Association Française des Investisseurs en Capital**  
**le Vendredi 8 avril 1994**

M. Dominique PENNINON a tout d'abord rappelé le caractère sous-dimensionné des marchés boursiers de l'Europe continentale par rapport aux besoins de financement de l'économie privée et notamment des petites et moyennes entreprises à fort potentiel de croissance. La capitalisation boursière française, comme celle de l'Allemagne ne représente que 20 à 30 % du produit intérieur brut, contre 60 % aux Etats Unis et 100 % en Grande-Bretagne.

Les raisons de cette situation sont, selon lui, l'insuffisance et la mauvaise orientation de l'épargne longue, l'absence de grands investisseurs institutionnels tels que les fonds de pension, mais aussi, l'inadaptation des seconds marchés européens.

Cette inadaptation tient au fait que, dès l'origine, ces marchés ont été conçus comme autant d'antichambres des marchés principaux. Cela s'est traduit par un comportement extrêmement restrictif d'admission à la côte et par le départ des meilleures entreprises vers les marchés principaux. En conséquence, ces marchés sont devenus très peu liquides et attractifs pour les investisseurs, notamment étrangers. Surtout, ils ont tenu à l'écart les petites et moyennes entreprises qui n'ont pu ainsi trouver de sources de financement accessibles, en dehors du crédit bancaire. Témoin de cette inadaptation, la chute de 27 % du second marché français entre 1989 et 1993, alors que dans le même temps, la capitalisation du marché boursier augmentait de 19 %.

Par comparaison, M. PENNINON a cité l'exemple réussi du NASDAQ américain, qui est un marché organisé destiné aux sociétés à fort potentiel de croissance. Deuxième marché boursier

mondial par la taille, il offre aux investisseurs des conditions de profondeur et de liquidité (4.600 sociétés cotées), sans équivalent dans le monde . Le NASDAQ capitalise 40 fois le second marché français. Il a un volume de transactions de 1.377 milliards de dollars ce qui représente 66 milliards de titres échangés. Sur les dix dernières années, les entreprises soutenues par le capital investissement (sociétés de capital-risque) introduites en bourse, ont été 30 fois plus nombreuses sur le NASDAQ que sur le second marché français. Le contraste est d'autant plus saisissant que les "stars" du NASDAQ comme APPLE, MICROSOFT, INTEL, MCI... demeurent sur le marché et ne cherchent pas à le quitter. Sur les 819 sociétés qui remplissaient, en 1992, les conditions pour être admises au New York Stock Exchange, seulement 45 ont décidé de le quitter.

Corrélativement, M. PENNINON a indiqué qu'il existait en Europe une demande croissante de la part des sociétés entrepreneuriales de croissance d'accéder à ce type de marché. A titre d'exemple, il a indiqué qu'au cours des huit dernières années, les structures européennes de capital investissement avaient permis d'assurer le financement d'environ 6.000 petites et moyennes entreprises à fort potentiel de croissance, pour un montant d'environ 50 milliards de francs. La motivation des entreprises européennes est considérable car l'enjeu est celui de leur survie ou de leur succès à armes égales avec leurs homologues américaines. Celles-ci peuvent en effet, sans avoir encore réalisé de ventes commerciales, lever l'équivalent de 200 à 300 millions de francs, ce qui leur donne une taille critique suffisante pour attaquer d'emblée les marchés mondiaux, et éliminer ainsi la compétition.

Face à cette situation, les entreprises et les milieux financiers européens ont développé quatre types de réponses.

En premier lieu, un nombre croissant de petites entreprises à fort potentiel ont choisi de se faire coter au NASDAQ, ce d'autant plus facilement que les autorités de ce marché font preuve d'un grand dynamisme commercial. Toutefois, cette solution se heurte à des limites, car elle suppose, pour les entreprises européennes, l'expatriation du centre de décision et d'une partie de l'activité vers les Etats Unis. Par ailleurs, la barrière culturelle, mais aussi financière et comptable, est encore forte et explique que les entreprises françaises y aient eu moins recours que leurs homologues britanniques ou de l'Europe du Nord.

La deuxième réponse a été celle de la Bourse de Londres qui a eu, ces derniers temps, une politique d'admission à la cote beaucoup moins restrictive que par le passé. Elle a ainsi accepté l'admission de nombreuses sociétés de biotechnologies, sans historique commercial. Mais cette attitude n'est pas viable à long



terme, car l'admission de ces sociétés dans la même enceinte de négociation comporte des risques et des inconvénients importants.

En troisième lieu, la City de Londres, de concert avec l'association britannique de capital investissement, a étudié l'opportunité de créer à Londres un projet de bourse informatisée accessible aux petites et moyennes entreprises. Les entreprises ainsi introduites bénéficieraient de contraintes d'informations simplifiées. En contrepartie, elles devraient se faire parrainer pendant toute leur vie boursière, par une firme réputée de la City. Les promoteurs de ce projet affichent leur volonté de l'étendre dans une seconde phase à l'Europe continentale. M. PENNINON a indiqué que cette solution recueillerait probablement l'adhésion d'un nombre significatif de candidats européens. Cependant, elle mettrait les autres places européennes à la merci d'une décision d'extension dans des conditions difficilement maîtrisables par les futurs partenaires. Surtout, elle entraînerait des contraintes de parrainage difficilement acceptables pour les entreprises européennes.

C'est pourquoi, M. PENNINON a estimé urgent de promouvoir un marché électronique européen pour les sociétés entrepreneuriales de croissance (MEESEC) qui constitue la quatrième et dernière voie de réponse possible au problème du financement des sociétés à fort potentiel de développement.

A cet égard M. Denis MORTIER, vice-président de l'Association, a indiqué que des discussions étaient en cours dans le cadre de l'Association européenne de capital investissement (EVCA) afin de mettre en place un projet concurrent du projet britannique.

Il a indiqué quelles devaient en être, selon lui, les principales orientations.

Il convient tout d'abord de ne pas répéter les erreurs commises lors de la création des seconds marchés, en évitant d'en faire des antichambres des marchés principaux. Les conditions d'admission doivent permettre l'accès des sociétés jeunes, à fort potentiel de croissance. La sélection doit se faire par le potentiel et non par la taille et la rentabilité comme c'est le cas à l'heure actuelle.

Il serait souhaitable ensuite que ce marché soit organisé d'emblée à l'échelle européenne. Seul un marché large permet en effet d'avoir une activité susceptible d'attirer les "teneurs de marchés" et de rémunérer des analystes spécialisés capables de situer correctement les entreprises en fonction de leur compétitivité technologique et de leur marché potentiel.

La réglementation sur ce marché serait ainsi conçue :

- d'une part une réglementation très stricte est fortement contrôlée de l'information des émetteurs, permettant aux investisseurs de savoir parfaitement à quoi ils s'engagent ;

- d'autre part et corrélativement, des conditions très libérales d'admission à la cote avec une exigence minimale d'historique comptable et l'absence d'entraves discrétionnaires destinées à protéger les investisseurs (ils n'ont besoin de l'être que parce qu'ils sont mal informés).

Enfin, devra être mis en place un système de diffusion des transactions et des informations, établi sur la base d'un réseau électronique.

M. MORTIER a conclu son intervention en regrettant qu'à l'heure actuelle, le dynamisme de nos entrepreneurs les plus brillants ne puisse trouver les ressources leur permettant de rivaliser avec leurs grands concurrents américains ou asiatiques. Il a souhaité que la transposition de la directive sur les services d'investissement, en mettant fin au monopole boursier, constitue l'occasion de créer un marché européen des sociétés de croissance.

**Compte rendu de l'audition de**

**M. Daniel LEBÉGUE,**

**Président de la commission des finances de  
l'Association Française des Etablissements de  
Crédit,**

**le Mercredi 4 mai 1994**

Avant de commenter les problèmes de transposition et de faire part des positions de l'Association française des établissements de crédit, M. LEBEGUE a commencé par analyser les principaux points de la directive sur les services d'investissement (DSI).

Sur le calendrier, il a rappelé que la directive, adoptée en mai 1993, devait faire l'objet d'une transposition avant le 1er juillet 1995 pour une entrée en vigueur dans les Etats de l'Union européenne le 1er janvier 1996. Il a informé le groupe de travail qu'à sa connaissance la direction du Trésor s'efforçait de rédiger un texte, achevé avant la fin de la session de printemps pour une inscription à l'ordre du jour à l'automne 1994.

Sur le fond, M. LEBEGUE a expliqué que la DSI est le pendant, en matière de services d'investissement, de la "deuxième" directive bancaire et qu'elle crée les conditions d'un marché unique avec l'introduction de la liberté d'établissement et de la libre prestation de services.

La directive définit cinq métiers :

- la réception et la transmission des ordres,
- l'exécution des ordres (métier de négociateur),
- la négociation pour compte propre ("trading"),
- la gestion de portefeuille,
- l'origination et le placement des titres (prise ferme et placement dans le public de valeurs mobilières et titres assimilés).

M. LEBEGUE a ajouté à cette liste un sixième métier, non prévu par la DSI, mais inséparable de la notion de services d'investissement :

- la conservation des titres.

Le champ d'application de la DSI comprend les valeurs mobilières, les titres du marché monétaire et les produits dérivés de ces titres.

M. LEBEGUE a ensuite discerné trois conséquences majeures à la directive.

La première conséquence est la **segmentation des métiers**. La directive doit conduire à les distinguer plus finement qu'ils ne le sont actuellement en France, ces métiers très différents étant exercés au sein de groupes bancaires unifiés.

La **seconde** conséquence est l'**introduction d'un passeport européen** qui se traduira surtout en France par la fin de la séparation des banques et des sociétés de bourse, et la fin définitive du "numerus clausus" pour l'accès aux marchés.

La troisième conséquence est une distinction forte entre **marchés réglementés et marchés de gré à gré**.

Puis M. LEBEGUE a examiné les cinq grands problèmes qui doivent être résolus dans la transposition en droit interne, en précisant l'opinion de l'AFEC :

- Qui agrée ?
- Qui contrôle ?
- Qu'est-ce qu'un marché réglementé ?
- Souhaite-t-on une autorité commune de réglementation et de surveillance des marchés réglementés ?
- Faut-il appliquer un principe de concentration, et sur quels marchés ?

Le premier problème appelle deux types de solution possibles :

- ou bien pérenniser la distinction existant actuellement entre un droit boursier (lois de 1988 et 1989) et un droit bancaire (loi de 1984) laissant place à la spécificité du droit boursier ;

- ou bien prendre acte de l'existence de la banque universelle (ou banque multimétiers) et fusionner les deux régimes en un bloc unique de droit.

L'AFEC et l'AFB optent pour cette deuxième solution, qui attribuerait aux autorités d'agrément du système bancaire l'autorité suprême d'agrément. Ce pouvoir serait confié au Comité des Établissements de Crédit (CEC) le contrôle prudentiel étant confié à la Commission bancaire (CB). M. LEBEGUE a considéré que cette évolution serait conforme à la réalité actuelle, la CB surveillant déjà les activités de marché des établissements de crédit.

L'architecture de l'agrément serait à deux étages :

- un agrément général accordé par groupe de sociétés par le CEC, dont la composition serait changée pour y faire une place aux autorités des marchés financiers.

- un agrément particulier par métier. La Commission des opérations de bourse délivrerait l'agrément pour le métier de gérant de portefeuille. Le Conseil des bourses de valeurs (CBV), ou un futur Conseil des marchés financiers (CMF), le délivrerait pour les autres métiers. Ce système aurait pour avantage de pérenniser la situation actuelle. Les missions de la COB resteraient celles qui lui ont été confiées par la loi de 1967 : contrôle de l'information et protection de l'épargne publique. La COB doit conserver un magistère moral, au-dessus des autorités professionnelles et entreprises de marché dont elle doit rester absente.

A propos du deuxième problème, M. LEBEGUE a distingué trois types de surveillance :

- le contrôle prudentiel,
- le contrôle des opérations,
- la déontologie (règles de conduite des intermédiaires conduisant à tout moment à la primauté des intérêts du client).

La compétence de surveillance prudentielle serait concentrée entre les mains de la Commission Bancaire, une solution consistant à multiplier les contrôleurs en fonction des activités étant impraticable en raison de l'inadéquation des solutions à laquelle ce système aboutirait. Actuellement la surveillance des sociétés de bourse est assurée par la Société des Bourses françaises (SBF) par délégation du CBV.

**La responsabilité du contrôle des opérations serait confiée à un Conseil des Marchés financiers qui reprendrait les compétences actuelles du CBV et du CMT.**

**La déontologie serait confiée à la même autorité sous supervision de la COB. C'est déjà le cas actuellement. En matière d'OPA par exemple, la COB a un pouvoir de veto sur les décisions du CBV. M. LEBEGUE a précisé à cet égard que dénier ce type de pouvoir à la COB risquerait de causer une multiplication des contentieux.**

**S'agissant du quatrième problème, M. LEBEGUE avait implicitement répondu que sa préférence allait à un Conseil des Marchés financiers (CMF) unifié. Il a concédé qu'il ne s'agissait pas là d'une question fondamentale, mais il y voit deux avantages :**

**- d'une part un allègement des bureaucraties de marché, souhaité par les professionnels ;**

**- d'autre part la prise de conscience de la connexion entre le marché des produits sous-jacents et celui des contrats dérivés.**

**M. LEBEGUE a ensuite abordé le troisième problème, celui de la délimitation des marchés réglementés et des marchés de gré à gré, que les problèmes posés précédemment supposent résolu.**

**M. LEBEGUE s'est prononcé pour l'adoption de la définition précise de la directive en la matière, qui a l'intérêt de permettre une homogénéisation du droit européen. Cette définition restrictive d'un marché réglementé ne couvrirait actuellement en France que trois marchés :**

- la Bourse,**
- le MATIF,**
- le MONEP.**

**A contrario, tous les autres marchés sont de gré à gré, et peuvent se développer librement.**

**Cependant, une difficulté demeure à propos de deux marchés, non réglementés au sens de la directive, mais réglementés au sens interne :**

**- les titres de créances négociables, dont le marché fait l'objet de règlements du Comité de la réglementation bancaire (CRB),**

- le marché interbancaire non réglementé, mais contrôlé par la Banque de France (les banques étant elles-mêmes réglementées).

M. LEBEGUE a souhaité qu'au cas où ces marchés seraient inscrits par la France parmi les marchés réglementés, ils ne fassent pas l'objet d'une réglementation additionnelle.

Il sera également nécessaire de s'entendre au plan européen sur les marchés qui seront considérés comme réglementés. Il serait par exemple étonnant que celui des TCN ne le soit pas alors que le SEAQ londonien le serait.

Enfin, est-il souhaitable d'imposer une réglementation minimale aux marchés actuellement totalement libres tels que ceux des swaps et des devises ? Le Trésor le souhaiterait, mais il y aurait un risque de perte de compétitivité. La solution ne paraît pas résider en la matière dans la loi interne, mais plutôt dans un corpus de règles internationales minimales du type de la réglementation Cooke.

Sur le cinquième problème, celui de la concentration (rassemblement sur une place unique de l'ensemble des transactions d'un marché), M. LEBEGUE s'est déclaré favorable à l'utilisation de ce droit donné aux Etats par la directive pour le marché des actions. L'objectif serait double :

- conforter la position compétitive de la place de Paris, le marché des actions étant une force d'attraction pour l'ensemble des activités financières ;

- assurer la meilleure protection possible de la petite épargne.

Aucun autre marché ne serait concentré.

**Compte rendu de l'audition de**

**M. André LEVY-LANG**

**Président de la commission des finances  
du Conseil national du Patronat français**

**le Mardi 31 mai 1994**

M. Lévy-Lang a tout d'abord fait part du principal souci des entreprises françaises émettrices de titres cotés : maintenir une bonne transparence des transactions et donc le niveau de normes actuel en matière de marché réglementé des actions. En effet, il est important pour les sociétés de pouvoir observer les transactions qui portent sur leur capital et qui peuvent conditionner leur sort. En revanche, cette transparence n'est pas aussi capitale pour les autres marchés (notamment les obligations).

Par voie de conséquence, M. Lévy-Lang a expliqué que le CNPF est attaché à la prospérité de la place de Paris, qui est le lien privilégié de levées de fonds pour les entreprises françaises. Si Paris devait décliner face à la concurrence, les émissions de titres deviendraient plus difficiles pour ces entreprises.

Selon M. Lévy-Lang, la place de Paris a un avantage compétitif : sa qualité d'exécution, en termes de transparence, d'efficacité et de sécurité. Il a cité sur ce point le système CAC, pour la négociation (cotation en continu) et le système RELIT pour le règlement-livraison. La place a cependant deux faiblesses : une capitalisation insuffisante et des investisseurs trop peu nombreux.

En revanche, sans être d'une parfaite géométrie, le système des autorités régulatrices a démontré ses capacités d'adaptation et son équilibre. De ce point de vue, M. Lévy-Lang s'est prononcé, à titre personnel, pour le statu quo. Un changement de cet édifice au nom d'une rationalisation pourrait aller à l'encontre du but recherché, la place de Paris étant une des plus fiables actuellement sur le plan mondial.



M. Lévy-Lang ne s'est néanmoins pas déclaré hostile à une simplification de la réglementation à l'occasion de la transposition de la directive. ainsi, les entreprises d'investissement pourraient être dotées d'un statut intégré à la loi bancaire, et seraient agréées par le Comité des établissements de crédit, et contrôlées par la Commission bancaire.

A propos de la compétitivité de la place de Paris par rapport à la place de Londres quant aux transactions de blocs de titres, M. Lévy-Lang a constaté un mouvement de rapatriement de ce type de transactions sur actions françaises de Londres à Paris. Il a considéré que ces transactions, qui nécessitent un peu d'opacité, ne dérogent que marginalement à une transparence globalement souhaitable. Les obstacles aux négociations de blocs de titres sont en train d'être levés. Il y avait d'abord l'impôt de bourse, supprimé pour les étrangers. Ensuite, le Conseil des bourses de valeurs admet désormais un délai pour la publication de ces transactions. Enfin, la possibilité de réaliser ces mouvements à un prix différent du prix du marché commence à être prise en considération.

Enfin M. Lévy-Lang a conclu que l'entrée en vigueur de la directive allait nécessiter d'harmoniser la réglementation des offres publiques, par ailleurs expressément exclue de son champ d'application. En effet, les différences de réglementation vont constituer des enjeux de compétitivité entre les différentes places, au même titre que la fiscalité et leurs qualités respectives d'organisation.

**Compte rendu de l'audition de**  
**M. Pierre FLEURIOT,**  
**Directeur Général de la Commission des opérations**  
**de Bourse,**  
**le mardi 10 mai 1994**

M. FLEURIOT a tout d'abord remercié les Sénateurs d'examiner, en amont de l'examen du projet de loi, les problèmes posés par la transposition des directives sur les services en investissement et sur l'adéquation des fonds propres. Il s'est dit très honoré de pouvoir exprimer, à titre personnel, un certain nombre de réflexions qui, à ce stade, ne peuvent être que très préliminaires et n'ont certes pas l'ambition de répondre de manière définitive aux importantes et complexes questions soulevées par la transposition de cette directive.

**L'architecture institutionnelle française se distingue des modèles dont s'inspire la Directive services en investissement.**

Avant d'examiner la portée de cette directive, il est intéressant d'analyser comment nos homologues étrangers ont conçu l'organisation de la régulation des marchés financiers.

De manière assez claire, la Directive services en investissement est d'inspiration anglo-saxonne, c'est-à-dire qu'elle aborde le problème de la régulation des marchés financiers en termes de métier, et non en termes de statut des établissements. Comment les Etats-Unis et le Royaume-Uni ont-ils procédé et comment se fait le partage des compétences entre autorités publiques et professionnelles ?

Aux Etats-Unis, l'organisation, qui a été mise en place dès 1933, est pyramidale et l'on trouve à la tête du système de surveillance des marchés deux autorités publiques de régulation indépendantes ; la Securities and Exchange Commission (SEC) pour les marchés de valeurs mobilières et les marchés d'options et la

**Commodities and Futures Trading Commission (CFTC) depuis 1974 pour les marchés dérivés sur contrats à terme.**

Ces deux institutions publiques délèguent une partie de leurs compétences sous leur contrôle à des autorités professionnelles organisant les marchés d'une part, et les métiers d'autre part le New-York Stock Exchange (NYSE) et la National Association of Securities Dealers (NASD), car aussi bien aux Etats-Unis qu'au Royaume-Uni cette régulation est distincte. En ce qui concerne le droit des sociétés cotées, la compétence revient essentiellement au législateur et aux tribunaux.

Au Royaume-Uni, l'organisation est également pyramidale. L'autorité publique de régulation qui se trouve au sommet, le Securities and Investment Board (SIB), s'appuie sur des autorités professionnelles, les Self Regulatory Organisations (SRO) spécialisées par marchés ou par catégories d'intermédiaires spécifiques. L'originalité du système anglais tient au fait que le SIB a le pouvoir de se substituer aux SRO en cas de blocage. En ce qui concerne le droit des sociétés, c'est un organisme extérieur aux SRO qui est compétent : le Take Over Panel.

La France se distingue par le choix d'une organisation multipolaire, et mettant sur le même plan les autorités professionnelles et publiques. Il existe plusieurs centres de compétences, qui doivent communiquer beaucoup entre eux (travail informel, avis croisés sur les modifications réglementaires, certains sièges croisés, ...). Les organismes professionnels, Conseil des Bourses de Valeurs (CBV) et Conseil du Marché à Terme (CMT), où siège un Commissaire du Gouvernement, cumulent la fonction de réglementation des marchés et des intermédiaires et en délèguent le contrôle quotidien aux entreprises de marché (Société des Bourses Françaises et MATIF S.A.). En ce qui concerne le droit des sociétés dans le domaine boursier, c'est également une autorité professionnelle, le CBV, qui intervient sur les opérations financières. De son côté, la COB a vu, avec la loi du 2 août 1989, renforcer son indépendance et ses pouvoirs dans le domaine répressif ; mais placée en parallèle avec les autorités professionnelles, elle intervient, au titre de ses missions de protection de l'épargne et du bon fonctionnement du marché, dans les mêmes domaines, ce qui provoque quelquefois des divergences d'analyse.

Au total, les modèles anglo-saxons dont s'inspire la directive, placent l'autorité publique au sommet de la régulation et conduisent cette dernière à déléguer sous son contrôle dans les faits certaines compétences aux autorités professionnelles spécialisées par marchés et par catégories d'intermédiaires. En Europe, c'est également le choix qui a été opéré, cette autorité publique pouvant

être bancaire et financière (Belgique, Danemark) ou spécifiquement financière (Espagne, Royaume-Uni, Italie, Portugal).

La création de ces autorités publiques au titre de la régulation financière, dans l'ensemble des pays de l'Union Européenne, selon une philosophie d'inspiration américaine, ne doit rien au hasard. Le système présente à l'expérience de nombreux avantages qui expliquent que d'autres pays non fédéraux l'aient adopté. Ces autorités évitent de responsabiliser directement le Ministre sur ces questions de régulation, tout en permettant la prise en compte de considérations d'ordre, ou d'intérêt, public au-delà des intérêts professionnels. En garantissant la centralisation des échanges d'informations avec les autorités étrangères, elles permettent d'assurer une protection des intérêts nationaux (loi de blocage). Enfin, elles assurent une qualité de régulation grâce à l'expérience et la stabilité de leurs moyens ainsi qu'à leur multidisciplinarité résultant de l'association à des degrés divers de professionnels.

On peut observer dans les évolutions récentes après l'ample mouvement de déréglementation des années 80, plutôt un mouvement en vue de renforcer le rôle de l'autorité publique, notamment au Royaume-Uni après les scandales de ces dernières années (Maxwell et BCCI, notamment) ou leur coopération entre elles (voire leur unification comme aux Etats-Unis).

Les autorités publiques de régulation des marchés financiers offrent donc un véritable service public de l'action. En ce domaine, la France a pris, pour des raisons historiques, de l'avance, puisque la COB a été créée en 1967, le deuxième exemple sur le continent européen étant l'Italie (1974 : la CONSOB) puis le Royaume-Uni (1986 : le SIB).

On pourrait considérer que la directive européenne n'a qu'une portée limitée sur l'organisation des marchés financiers français.

Quelles sont les nouveautés introduites par la directive européenne ? On peut considérer à strictement parler, qu'il n'y en a que deux : l'accès direct des banques aux bourses et la définition des marchés réglementés.

Force est de constater que la faculté ouverte aux banques d'être directement membre de la Bourse est déjà une réalité sur le MATIF. Les établissements de crédit sont agréés par le CMT et MATIF SA et interviennent librement sur ce marché. La transposition de ce même dispositif, expérimenté avec succès et

depuis l'origine sur le marché à terme, au CBV et à la SBF pourrait être la solution retenue.

En ce qui concerne les marchés réglementés, leur agrément et leur réglementation relèvent clairement des autorités publiques, comme cela se fait déjà. Le ministère de l'Economie qui reconnaît déjà aujourd'hui les marchés étrangers, par une procédure définie par la loi de 1885 modifiée, pourrait en faire de même pour les marchés français. Cela étant dit, on ne ressent pas à l'heure actuelle de fortes pressions pour bouleverser l'équilibre entre marchés réglementés et marché de gré à gré, ni les signes de l'arrivée prochaine en France de nouveaux marchés réglementés.

Une telle analyse, qui conduit à une adaptation de portée limitée, présente l'avantage de ne pas bouleverser les structures existantes et de conserver des autorités professionnelles proches du marché.

La régulation du marché financier français repose en effet sur des structures qui ont été mises en place, pour la plupart, très récemment (CMT : 1986 ; CBV 1988 ; COB dans sa nouvelle organisation : 1989). Elles ont trouvé leur équilibre, tant dans leur dimension respective par rapport à la taille du marché, que dans leurs relations mutuelles. Il conviendrait donc de préserver cet acquis qui ne soulève d'ailleurs aucune objection, ni sur la place de Paris, ni à l'étranger.

De même, le rôle joué par le CMT depuis 1986 dans le succès du MATIF, celui joué par le CBV dans la modernisation de la bourse de Paris ainsi que la mise en place d'une jurisprudence en matière d'offre publique mettent en évidence l'atout essentiel que constitue pour la qualité de notre place financière la présence d'autorités professionnelles proches du marché. Elles sont efficaces parce qu'elles réagissent rapidement aux évolutions et parce qu'elles associent réglementation et discipline.

Enfin, il n'apparaît pas souhaitable de remettre en cause le système de banque universelle qui assure à la place de Paris et à la France un atout dans la compétition internationale.

**La fusion du CBV et du CMT n'est pas une réforme de portée limitée.**

Certains pensent cependant qu'une réforme plus profonde est nécessaire. Une telle opinion a déjà été envisagée par le Rapport Barbier de La Serre qui recommandait en 1991 une fusion des autorités professionnelles.

Il n'est pas évident que l'on réponde au défi lancé par la directive européenne en créant une nouvelle autorité professionnelle se superposant au système actuel. Une autorité professionnelle brassant trop large perdra en expertise et en efficacité, ce qui est pourtant sa vocation.

Une superstructure professionnelle, qui ne pourrait que se doter de sous-structures spécialisées risquerait d'alourdir le processus de décision par éloignement du terrain.

Le paradoxe français serait de constituer un organisme professionnel fort et unifié face à des institutions publiques divisées entre le domaine bancaire d'un côté et le domaine boursier de l'autre, alors que la logique de la régulation, suivie par tous les autres pays, est d'instituer d'abord un organisme public, parfois commun au domaine bancaire et boursier, déléguant à des organismes professionnels spécialisés (par marchés et par catégories d'intermédiaires). Or, cela se sait, la diversité des tutelles est source de contradictions et donc de risques.

### **La COB ne doit pas être réduite à une simple juridiction**

Si le législateur a confié comme mission à la COB de "veiller au bon fonctionnement du marché", cette fonction s'exprime avec une mosaïque d'attributions placées sous les vocables de protection de l'épargne et de bonne information du public.

Il s'agit en fait d'une autorité de régulation, soucieuse du respect de plusieurs équilibres, notamment celui entre le système financier et le système économique ou celui entre les actionnaires majoritaires et minoritaires.

Le pouvoir de sanction, donné à la COB en 1989, est venu crédibiliser et responsabiliser l'institution qui aujourd'hui a trouvé sa place.

L'activité de sanction, même si elle accroît la respectabilité de l'institution, n'occupe que 25 % de ses effectifs ; ce n'est qu'un de ses moyens d'actions parmi tant d'autres, comme le visa et l'agrément des sociétés de gestion de portefeuilles.

Il y a danger à réduire la COB à un rôle de juridiction, alors qu'elle ne peut exercer efficacement sa fonction de surveillance qu'en se fondant sur une expérience quotidienne du fonctionnement des marchés. On pourrait s'inquiéter au contraire d'une dérive

institutionnelle, qui écartant la COB de sa mission de veiller au bon fonctionnement du marché, associerait son rôle répressif à une fonction centrée sur la défense des minoritaires. M. FLEURIOT a souligné à cet égard que sa vocation de régulateur est reconnue internationalement. La COB est l'exemple européen de référence en tant que Commission de valeurs mobilières et le président Saint-Geours préside aux destinées du principal organe de l'Organisation internationale des Commissions de Valeurs (OICV).

M. FLEURIOT recommande donc de soigneusement s'interroger avant de bouleverser un système récent, équilibré et qui fonctionne. Le système français, en dépit de son caractère multipolaire, a trouvé son rythme de croisière. En revanche, si des changements devaient intervenir, notamment sous la forme de l'émergence d'une autorité professionnelle de place compétente pour l'ensemble des questions de régulation des métiers et des marchés financiers ainsi qu'intervenant dans le processus des opérations financières, alors c'est l'économie d'ensemble du système qui est concernée. Si on modifie donc notre système, il conviendrait de tenir compte des modèles étrangers, notamment européens, avec lequel notre structure de régulation est appelée à coopérer.

Si tel est le cas, une relation plus étroite entre autorités publiques de régulation, confiant par délégation à des autorités professionnelles spécialisées la réglementation et le contrôle des marchés et des intermédiaires constitue le modèle dominant, et plus clair.

\*

Cette réflexion amène à poser le problème de l'équilibre entre les compétences, et les responsabilités publiques et privées. Le rôle du législateur est de veiller à l'efficacité, à la sécurité, à la transparence et à l'équité des marchés. Il a demandé à la COB d'y veiller dès 1967. Un marché financier repose avant tout sur la confiance ; cette confiance, qui n'est jamais acquise, se bâtit jour après jour. L'enjeu est la compétitivité de la Place de Paris et le financement de l'économie française et de l'Etat.

M. FLEURIOT en a conclu qu'il convient d'être très vigilant à cet équilibre, au moment d'envisager des bouleversements.

**Compte rendu de l'audition de**  
**M. HANNOUN,**  
**Sous-Gouverneur de la Banque de France**  
**le Mercredi 11 mai 1994**

Le Conseil de l'Union européenne a arrêté le 10 mai 1993 la directive sur les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières. La France, comme tous les autres Etats membres, a l'obligation d'adopter d'ici le 1er juillet 1995 les dispositions législatives et réglementaires nécessaires à la transposition de cette directive, dispositions qui devront entrer en vigueur au plus tard le 31 décembre 1995. Toutes les instances concernées, dans notre pays, ont donc une année devant elles pour arrêter les mesures qui s'imposent. C'est donc avec le plus grand intérêt que la Banque de France apporte sa contribution aux travaux de la Commission des Finances du Sénat sur cette importante question, avec pour objectif central de parvenir à l'organisation optimale de la Place financière de Paris.

M. Hannoun a exposé dans un premier temps ce qui semble être l'architecture de la directive, et, dans un second temps, les différentes approches possibles de cette transposition en mettant l'accent sur les problématiques qui sous-tendent les réflexions en cours.

## **1 - L'ARCHITECTURE DE LA DIRECTIVE**

M. Hannoun a tout d'abord mentionné les quatre lignes de forces suivantes :



- La première, c'est qu'il s'agit de reproduire pour les entreprises qui fournissent des services d'investissement dans l'espace communautaire le même principe d'agrément unique et de reconnaissance mutuelle que celui mis en oeuvre dès le 1er janvier 1993 pour les activités bancaires.

- La seconde, qui se situe en corollaire à ce principe, est d'ouvrir les marchés financiers à tous les opérateurs européens, sans restriction ni discrimination, alors même que le malthusianisme a souvent dans le passé caractérisé ces marchés.

- Troisièmement, il s'agit, par cette directive, d'inciter les autorités de chaque Etat membre à améliorer la sécurité des marchés, mais aussi l'information des investisseurs en développant la transparence des transactions.

- Quatrièmement, la directive pose le principe d'une coopération très étroite, à la fois des différentes autorités d'un Etat membre entre elles mais aussi des autorités nationales au plan communautaire.

Dans le cas de la France, plusieurs catégories d'établissement sont très directement visées. En effet, les services d'investissement visant aussi bien la réception, la transmission, la négociation que la gestion de valeurs mobilières, de titres de créances négociables et de toutes sortes de contrats financiers à terme et d'options, se trouvent impliqués dans la chaîne-titre à la fois :

- des établissements de crédit, plus particulièrement les banques et les maisons de titres ;

- des sociétés de bourse, sur lesquelles repose actuellement la négociation des valeurs mobilières ;

- des sociétés de gestion de portefeuille, qui oeuvrent comme leur nom l'indique dans le domaine de la gestion de portefeuille de toutes sortes de titres ;

- des agents des marchés interbancaires qui assurent l'adéquation des offres et demandes sur les marchés interbancaire, monétaire et financier à terme.

Différentes autorités de place sont investies du pouvoir réglementaire pour toutes ces institutions : le Comité de la réglementation bancaire pour les établissements de crédit, la Commission des opérations de bourse en ce qui concerne les sociétés de gestion de portefeuille, le Conseil des bourses de valeurs pour les sociétés de bourse, ces mêmes autorités et le

Conseil des marchés à terme en ce qui concerne la réglementation des opérations réalisées sur les marchés. Chacune sera en mesure de faire l'inventaire des mesures directes de transposition à prendre, mesures qui devraient être d'une ampleur limitée compte tenu du bon niveau réglementaire actuel des professions financières françaises.

Plus significative sera toutefois la décision à prendre, qui s'impose au regard de la directive, d'ouvrir la bourse aux établissements de crédit, mais il convient de noter que la présence bancaire dans le domaine de la négociation de valeurs mobilières est d'ores et déjà très forte depuis que les grandes institutions bancaires ont, il y a quelques années, été autorisées à prendre le contrôle de la plupart des sociétés de bourse.

Le fonctionnement des différents marchés financiers français (bourse, marché à terme, marché des options) devra également être passé au crible des dispositions européennes par les différentes autorités et entreprises de marché. M. Hannoun considère que la situation actuelle est très proche des standards communautaires, en matière de sécurité, de transparence et de déontologie. Il reste que l'Etat français comme les autres Etats membres devra classer ses différents marchés de titres, soit dans la catégorie des marchés réglementés, soit dans celle des marchés de gré à gré. Les concepts mériteront ici d'être clairement fixés car les critères posés par la directive pour la définition d'un marché réglementé peuvent faire l'objet de débats. Cette question est primordiale car les conséquences de ce classement ne sont pas sans importance, notamment du point de vue des prérogatives qui sont attachées aux autorités régissant les marchés dits réglementés. De même devra être ouverte, dans les prochains textes, la possibilité pour tout investisseur résident de faire effectuer des transactions hors d'un marché réglementé. Cette obligation qui déroge aux règles actuelles de concentration, devra être soigneusement encadrée, afin que les marchés de gré à gré ne puissent prendre le pas sur les marchés organisés qui sont et doivent demeurer la pierre de touche du système français.

Le Comité de la réglementation bancaire sera, quant à lui, conduit à se pencher sur le cas des établissements de crédit. Peu de choses les concernent en fait : les principes prudentiels du marché bancaire unique instaurés hier (agrément, solvabilité) recourent en effet très largement ceux aujourd'hui proposés par la directive sur les services d'investissement. Il conviendra d'être attentif, en particulier à la défense du concept de banque universelle et de faire en sorte de ne pas multiplier les agréments dès lors que l'agrément de banque, délivré par le Comité des établissements de crédit, est censé couvrir toutes les activités à la fois bancaire et d'investissement.

Les ajustements en matière de couverture des risques de marché, exigés par la mise en oeuvre de la directive complémentaire relative à l'adéquation des fonds propres des entreprises d'investissement et des établissements de crédit seront certainement arrêtés par le Comité de la réglementation bancaire en temps utile. Ils ne devraient pas poser de problèmes majeurs aux professionnels français.

S'agissant des agents des marchés interbancaires, visés à l'article 69 de la loi bancaire de 1984, et qui sont agréés par le Comité des établissements de crédit, la transposition devra s'accompagner d'une réflexion plus structurelle sur les conditions actuelles de fonctionnement de cette profession.

Mais au demeurant, c'est bien l'ensemble des travaux de transposition qui doit faire l'objet d'une telle mise en perspective. En effet, s'il est certes possible de transposer des points techniques de la directive sans modifier l'édifice institutionnel français, il est également envisageable de s'appuyer sur cette transposition, obligée, pour repenser l'architecture générale des marchés financiers dans notre pays.

## **2 - LES DIFFERENTES APPROCHES DE LA TRANSPOSITION**

M. Hannoun a ainsi considéré que la transposition peut être réalisée "a minima" : à structures institutionnelles constantes, il s'agirait seulement de transposer les procédures administratives de reconnaissance mutuelle, de doter les entreprises d'investissement des normes de capital, d'actionnariat, de qualité des dirigeants, retenues par la directive, ce qui au demeurant ne représenterait pas un grand saut pour la réglementation française.

Il faut retenir à cet égard, et ceci est fondamental, que la directive n'impose aux Etats membres aucune organisation interne précise de leurs marchés.

Mais la transposition peut être, à l'inverse, "maximale"; la mise en oeuvre de la directive pourrait être dès lors l'occasion d'une remise à plat de l'ensemble de l'organisation institutionnelle des marchés financiers français.

M. Hannoun pense en effet qu'une réforme globale n'est pas déplacée. Il importe de mettre la place de Paris dans une situation qui lui permette d'affronter avec succès la concurrence ;

dès lors, une simple transposition technique pourrait s'avérer très rapidement pénalisante pour les intérêts français.

Selon lui, la légitimité d'une réforme plus structurelle doit cependant reposer sur la recherche des objectifs suivants :

- la place de Paris doit être efficace ; les activités de marché ne peuvent se développer que dans un cadre institutionnel souple ; les marchés français, qui disposent d'une haute technicité, ne doivent pas faire preuve de frilosité ; ils peuvent sans doute jouer la carte de la libre prestation de services, c'est-à-dire ne pas exiger une implantation directe par voie de succursale pour leurs adhérents étrangers ;

- la réforme doit s'appuyer sur une des deux logiques suivantes : soit l'exercice des activités de marché s'inscrit dans l'ensemble des activités de banque universelle, soit les activités de marché font l'objet d'une segmentation poussée. On constate que la conception traditionnelle française de l'universalité est différente des principes de spécialisation propres à la culture anglo-saxonne. Quel que soit le choix qui sera fait, il conviendra d'en tirer toutes les conséquences et, en particulier, de permettre l'accès pour tous les opérateurs aux systèmes de paiements et aux marchés de capitaux ; il sera également nécessaire d'éviter une balkanisation (ou autonomisation) des structures de marché qui deviendrait très rapidement préjudiciable à l'efficacité de la place.

M. Hannoun estime que la Banque de France, légalement en charge de la surveillance des systèmes de paiement et du refinancement des institutions financières, doit nécessairement donner son sentiment sur cette problématique aux conséquences fortement structurantes ;

- enfin, la réforme devrait s'attacher à redéfinir le rôle des différentes autorités de place dans un souci de rationalité mais aussi d'équilibre.

Des réflexions qui ont cours actuellement, M. Hannoun retient qu'il semble admis que le contrôle prudentiel de l'ensemble des entreprises -qui se distingue de la surveillance des opérations de marché, laquelle doit être selon lui exercée au plus près par les entreprises de marché- soit dévolu à la Commission bancaire, ce qui constituerait un élargissement très sensible de son champ de compétence.

Il semble également envisagé qu'une nouvelle instance, le Conseil des Marchés financiers (CMF), regroupe les précédentes attributions du Conseil des bourses de valeurs et du Conseil des marchés à terme, auxquelles s'ajouteraient certaines des

compétences de la Commission des opérations de bourse, voire de la Banque de France. Ce souci de rationalisation, qui peut être parfaitement légitime, ne doit pas toutefois conduire à redistribuer des compétences dont l'organisation, jusqu'à aujourd'hui, a donné toute satisfaction. Le marché des titres de créances négociables pourrait par exemple, selon certaines hypothèses, échapper à la surveillance de la Banque, alors même que les travaux de place actuellement engagés sur la fonction de conservateur de TCN ne remettent nullement en cause le rôle actuel de la Banque centrale. Il serait difficilement compris, pour ne pas dire incohérent, à l'heure où il est généralement reconnu que l'expertise monétaire des banques centrales exige de leur part une appréhension totale des marchés financiers, que le rôle de la Banque de France concernant les marchés monétaires soit réduit.

La Banque de France sera donc très attentive, comme le Parlement, à ce que l'organisation nouvelle des marchés financiers qui pourrait naître d'une telle réforme n'hypothèque nullement sa capacité à conduire la politique monétaire, mission fondamentale qui lui a été confiée en 1993.

**Compte rendu de l'audition de**

**M. Christian NOYER,**

**Directeur du Trésor,**

**le mardi 24 mai 1994**

Les règles qui vont régir, à partir du 1er janvier 1996, les services d'investissement procèdent de deux directives européennes : la directive concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières et la directive sur l'adéquation des fonds propres des établissements de crédit et des entreprises d'investissement.

La transposition en droit national de ces directives adoptées en mai 1993 exigera que soient modifiés les textes qui réglementent en France l'activité dans le domaine des valeurs mobilières et des opérations sur instruments financiers.

Cette transposition ne se pose pas dans les mêmes termes pour les deux textes communautaires. La transposition de la directive adéquation des fonds propres appelle la modification des textes réglementaires ayant trait aux normes de solvabilité.

La transposition de la directive services d'investissement, en revanche, requiert que l'on modifie les quatre grandes lois relatives aux bourses de valeurs, au marché à terme, à l'activité et au contrôle des établissements de crédit et à la sécurité et à la transparence du marché financier.

**1. Les grandes orientations de la directive sur les services en investissement.**

*a) La directive sur les services en investissement introduit la libre prestation de services et la liberté d'établissement à compter du 1er janvier 1996.*

Le champ d'application de la directive est déterminé par référence à des produits (les valeurs mobilières et les instruments financiers) et à des métiers dénommés "services d'investissement".

Elle recouvre les activités de marché de capitaux, à l'exception des opérations de change et sur matières premières, telles que la transmission d'ordre, la négociation, la gestion pour compte de tiers et la prise ferme à l'émission.

Ces métiers sont exercés actuellement en France s'agissant des valeurs mobilières par les sociétés de bourse, titulaires d'un monopole pour les deux premiers métiers, et également pour les deux autres métiers par des institutions aux statuts différents : établissements de crédit (gestion pour compte de tiers et prise ferme) et sociétés de gestion de portefeuille (gestion pour compte de tiers). L'activité de négociation sur les produits monétaires est exercée également par des agents des marchés interbancaires.

La directive conduit donc à une logique fonctionnelle différente de celle qui a prédominé en France jusqu'à présent, fondée sur des critères institutionnels. La transposition de la directive ne permettra plus d'identifier l'exercice d'une activité avec un statut donné.

Les services d'investissement pourront être offerts sur l'ensemble du territoire communautaire par toute entreprise agréée pour offrir un tel service dans son Etat d'origine. Cet agrément voudra ainsi "passeport européen".

*b) La libre prestation de service et la liberté d'établissement supposent une harmonisation des contrôles dont font l'objet les fournisseurs de services d'investissement.*

Le principe général est celui du contrôle du pays d'origine avec la possibilité pour le pays "hôte" de soumettre les entreprises d'investissement intervenant en libre prestation de services au contrôle du respect de règles de conduite.

Le pays "hôte" pourra, dans des délais très brefs, obtenir en tant que de besoin la suspension de l'agrément d'une entreprise d'investissement par son Etat d'origine en cas de manquement grave.

La directive laisse les Etats-membres désigner les autorités compétentes, sur leur territoire, pour délivrer les agréments, les retirer ou solliciter leur retrait auprès d'une autorité étrangère.

La désignation de ces autorités constitue naturellement un des enjeux de la transposition en France.

*c) La directive donne un cadre communautaire à la notion de marché réglementé.*

Au terme de difficiles discussions avec nos homologues britanniques, la directive retient la notion de marché réglementé auquel un Etat peut obliger de rapporter toutes les transactions sur valeurs mobilières et instruments financiers. Des règles très précises de transparence sur les marchés réglementés organisent la circulation de l'information entre les négociateurs ayant accès au marché. Toutefois, la directive prévoit elle-même la faculté pour certaines catégories d'investisseurs en particulier de se soustraire à l'obligation d'opérer leurs transactions sur un marché réglementé.

L'approche par métiers, la désignation des "autorités compétentes" et la portée de la règle de concentration des transactions sur un marché réglementé constitueront les enjeux les plus importants de la transposition en droit français de cette directive qui conduit inévitablement à une évolution sensible de la législation financière.

**2..La directive services d'investissement conduit donc à modifier la législation relative aux bourses de valeurs, au marché à terme, à l'activité des établissements de crédit et à la sécurité du marché financier.**

La transposition de la directive services d'investissement renvoie à quatre grandes lois dont la modification est inéluctable :

- **la loi du 22 janvier 1988 sur les bourses de valeurs** : l'application des dispositions de la directive concernant l'accès au marché boursier nécessitera l'abrogation du monopole de négociation conféré aux sociétés de bourse (article 1er de la loi) et la redéfinition de la nature et des compétences respectives du conseil des bourses de valeurs (article 6) et de la société des bourses françaises (article 10) ;



s'agissant du libre établissement, de la libre prestation de services et du fonctionnement des marchés réglementés, des dispositions complémentaires devront être introduites dans la loi ;

- la loi du 28 mars 1985 sur le marché à terme (modifiée par les lois des 11 juillet 1985, 31 décembre 1987 et 2 août 1989) ; l'entrée en vigueur de la directive rend sans objet la reconnaissance des marchés à terme étrangers (article 18 de la loi) relevant d'un Etat membre (à ce jour, de la Communauté et, demain, de l'Espace Economique Européen) ; et il convient, en outre, d'ouvrir l'accès à la négociation à tout titulaire du passeport européen.

- la loi du 24 janvier 1984 relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit ; l'approche par métiers de la directive conduit, par l'instauration d'agrément spécifiques pour chacun des services d'investissement, à préciser les conditions d'exercice des métiers de banque prévues par la loi de 1984. L'accès direct des établissements de crédit au marché boursier impliquera de compléter la définition des opérations connexes aux opérations de banque (article 5 de la loi) qui relèveront d'un agrément distinct de celui accordé par le comité des établissements de crédit. Les règles de contrôle des établissements de crédit et les relations entre les autorités bancaires et boursières sont également modifiées.

- la loi du 2 août 1989 relative à la sécurité et à la transparence du marché financier ; cette loi peut être modifiée en ce qui concerne l'activité de gestion de portefeuille.

## **Observations de M. Robert VIZET**

### **au nom du Groupe Communiste**

M. Robert Vizet, au nom du Groupe Communiste, a fait parvenir au Président du groupe de travail les observations suivantes .

"A l'examen des différents comptes-rendus d'auditions réalisées par le groupe de travail conduit par M. Marini, plusieurs conclusions essentielles s'imposent.

"D'abord, l'ouverture du marché unique européen et ses incidences sur les activités financières et boursières (au 1er janvier ) va continuer à accroître le nombre des intervenants sur les activités financières et boursières dans notre pays.

"Si les dernières années ont été marquées par une sensible modification capitaliste des sociétés de bourse (de plus en plus liées aux établissements de crédit), la mutation des activités à venir s'avère tout aussi décisive.

"L'autre aspect à relever est la prolongation du développement du caractère multiforme des activités de la place de Paris.

"Si les transactions obligataires continuent de constituer l'essentiel des transactions boursières (avec plus de 7.200 milliards de francs en 1993, soit une hausse de 67 % en un an), le développement des produits dérivés (marchés à terme ou sur option) est de plus en plus réel et de plus en plus souhaité.

"Notons également que plusieurs intervenants ont signifié leur volonté de voir encore réduite la fiscalité pesant sur les opérations de bourse.

"Cela est d'autant plus intéressant que le rapporteur du projet DDOEF de ce mois de juin 1994, M.Tremege, note dans son rapport que "la fiscalité des titres obéit à un régime plus favorable que l'impôt sur le revenu."

"La réalité est en effet bien connue : les échanges et transactions financiers sont peu soumis à contribution au regard des autres revenus et les établissements financiers de toute nature disposent de conditions fiscales bien plus favorables que les sociétés non financières.

"Aller plus loin dans ce sens, c'est ouvrir la voie à une véritable zone franche pour les activités financières que nous ne pouvons que combattre.

"Des questions sont posées par le développement des marchés à terme ou sur options qui vient peser, et pèse déjà, sur les activités de courtage de ces produits et l'ensemble des activités de transport et des produits concernés par ces marchés logistiques.

"Enfin, le souci manifesté par plusieurs intervenants de voir se développer les fonds de pension laisse penser que les sociétés, intervenant sur les marchés financiers se positionnent déjà pour drainer une part plus importante de l'épargne disponible au détriment des formules les plus socialement utiles (livret A par exemple).

"Dès lors, le débat sur les règles prudentielles du secteur d'activité est quelque peu oiseux et ne se place que dans la perspective d'une sorte d'autorégulation de l'explosion des activités financières.

"La préoccupation majeure des acteurs du marché financier est en effet de disposer des moyens les plus importants pour pouvoir tirer pleinement parti des possibilités d'expansion offerte.

"On relèvera également le problème de la consolidation des comptes et du mode de solvabilisation de chaque entité juridique qui découle de telle ou telle institution financière.

"Le fait que la question ne soit pas tranchée dans les conclusions de la directive, illustre bien le débat existant sur la solidité des activités financières.

"Pour ces raisons d'incertitude des conditions prudentielles et de nouvelles facilités accordées à la spéculation, nous ne pouvons que rejeter a priori les conclusions du rapport."

## DIRECTIVE 93/22/CEE DU CONSEIL

du 10 mai 1993

concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières

LE CONSEIL DES COMMUNAUTÉS EUROPÉENNES,

vu le traité instituant la Communauté économique européenne, et notamment son article 57 paragraphe 2,

vu la proposition de la Commission <sup>(1)</sup>,

en coopération avec le Parlement européen <sup>(2)</sup>,

vu l'avis du Comité économique et social <sup>(3)</sup>,

considérant que la présente directive constitue un instrument essentiel pour la réalisation du marché intérieur, décidée par l'Acte unique européen et programmée par le « Livre blanc » de la Commission, sous le double aspect de la liberté d'établissement et de la libre prestation des services, dans le secteur des entreprises d'investissement;

considérant que les entreprises qui fournissent des services d'investissement couverts par la présente directive doivent être soumises à un agrément délivré par l'État membre d'origine de l'entreprise d'investissement aux fins d'assurer la protection des investisseurs et la stabilité du système financier;

considérant que la démarche retenue consiste à ne réaliser que l'harmonisation essentielle, nécessaire et suffisante pour parvenir à une reconnaissance mutuelle des agréments et des systèmes de contrôle prudentiel, qui permette l'octroi d'un agrément unique valable dans toute la Communauté et l'application du principe du contrôle par l'État membre d'origine; que, en vertu de la reconnaissance mutuelle, les entreprises d'investissement agréées dans leur État membre d'origine peuvent exercer dans toute la Communauté tout ou partie des services autorisés par leur agrément et couverts par la présente directive, par l'établissement d'une succursale ou par voie de prestation de services;

considérant que les principes de la reconnaissance mutuelle et du contrôle exercé par l'État membre d'origine exigent que les autorités compétentes de chaque État membre n'octroient pas ou retirent l'agrément au cas où des éléments comme le contenu du programme des activités, la localisation ou les activités effectivement exercées indiquent de manière évidente que l'entreprise d'investissement a opté pour le système juridique d'un État membre afin de se soustraire aux normes plus strictes en

vigueur dans un autre État membre sur le territoire duquel elle entend exercer ou exerce la majeure partie de ses activités; que, pour l'application de la présente directive, une entreprise d'investissement qui est une personne morale doit être agréée dans l'État membre où se trouve son siège statutaire; qu'une entreprise d'investissement qui n'est pas une personne morale doit être agréée dans l'État membre où se trouve son administration centrale; que, par ailleurs, les États membres doivent exiger que l'administration centrale d'une entreprise d'investissement soit toujours située dans son État membre d'origine et qu'elle y opère de manière effective;

considérant que, dans l'intérêt de la protection des investisseurs, il est nécessaire d'assurer notamment le contrôle interne de l'entreprise soit par une direction bicéphale, soit, lorsque celle-ci n'est pas requise par la directive, par d'autres mécanismes assurant un résultat équivalent;

considérant que, pour garantir l'égalité des conditions de concurrence, il est nécessaire que les entreprises d'investissement autres que les établissements de crédit disposent de la même liberté de créer des succursales et de fournir des services par-delà les frontières que celle que prévoit la deuxième directive 89/646/CEE du Conseil, du 15 décembre 1989, visant à la coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice <sup>(4)</sup>;

considérant qu'une entreprise d'investissement ne peut pas se prévaloir de la présente directive pour effectuer des opérations de change au comptant ou à terme ferme autrement qu'en tant que services liés à la fourniture de services d'investissement; que, par conséquent, l'utilisation d'une succursale uniquement pour effectuer ces opérations de change constituerait un détournement du mécanisme de la directive;

considérant qu'une entreprise d'investissement agréée dans son État membre d'origine peut déployer ses activités dans l'ensemble de la Communauté par les moyens qu'elle considère appropriés; qu'elle peut à cette fin, si elle le juge nécessaire, avoir recours à des agents liés qui reçoivent et transmettent des ordres pour son compte et sous sa responsabilité entière et inconditionnelle; que, dans ces conditions, l'activité de ces agents doit être considérée comme celle de l'entreprise; que, par ailleurs, la présente directive ne s'oppose pas à ce que l'État membre d'origine soumette le statut de ces agents à des exigences particulières; qu'au cas où l'entreprise d'invest-

<sup>(1)</sup> JO n° C 43 du 22. 2. 1989, p. 7.

JO n° C 42 du 22. 2. 1990, p. 7.

<sup>(2)</sup> JO n° C 304 du 4. 12. 1989, p. 39.

JO n° C 115 du 26. 4. 1993

<sup>(3)</sup> JO n° C 298 du 27. 11. 1989, p. 6.

<sup>(4)</sup> JO n° L 386 du 30. 12. 1989, p. 1. Directive modifiée en dernier lieu par la directive 92/30/CEE (JO n° L 110 du 28. 4. 1992, p. 52).

tissement exerce une activité transfrontalière, l'État membre d'accueil traite ces agents comme étant l'entreprise elle-même; que, par ailleurs, le démarchage et le colportage des valeurs mobilières ne doivent pas être visés par la présente directive et que leur réglementation doit relever des dispositions nationales;

considérant que, par valeurs mobilières, on entend les catégories de titres habituellement négociés sur le marché des capitaux, par exemple les titres d'État, les actions, les valeurs négociables permettant d'acquérir des actions par voie de souscription ou d'échange, les certificats d'actions, les obligations émises en série, les warrants sur indice et les titres permettant d'acquérir de telles obligations par voie de souscription;

considérant que, par instruments du marché monétaire, on entend les catégories d'instruments habituellement négociés sur le marché monétaire, par exemple les bons du Trésor, les certificats de dépôt et les billets de trésorerie;

considérant que la définition très large des valeurs mobilières et des instruments du marché monétaire retenue dans la présente directive n'a d'effet que pour cette directive et qu'elle n'affecte donc en rien les différentes définitions d'instruments financiers retenues dans les législations nationales à d'autres fins, et notamment à des fins fiscales; que, par ailleurs, la définition des valeurs mobilières ne vise que les instruments négociables et que, par conséquent, les actions ou les valeurs assimilables à des actions, émises par des organismes tels que les «Building societies» ou les «Industrial and Provident societies», dont la propriété ne peut, dans la pratique, être transférée qu'à travers leur rachat par l'organisme émetteur, ne sont pas couvertes par cette définition;

considérant que, par instruments équivalents à un contrat financier a terme, il faut entendre les contrats qui font l'objet d'un règlement en espèces calculé par référence aux fluctuations de l'un ou l'autre des éléments suivants: les taux d'intérêt ou de change, la valeur de tout instrument énuméré à la section B de l'annexe, un indice relatif à l'un ou l'autre de ces instruments;

considérant que, aux fins de la présente directive, l'activité de réception et de transmission d'ordres comprend également la mise en rapport de deux ou plusieurs investisseurs permettant ainsi la réalisation d'une opération entre ces investisseurs;

considérant qu'aucune disposition de la présente directive ne porte préjudice aux dispositions communautaires ou, à défaut, nationales réglementant l'offre publique des instruments visés par la présente directive; qu'il en va de même pour la commercialisation et la distribution de ces instruments;

considérant que les États membres conservent l'entière responsabilité pour la mise en œuvre des mesures de leur politique monétaire, sans préjudice des mesures nécessaires pour le renforcement du système monétaire européen;

considérant qu'il y a lieu d'exclure les entreprises d'assurance dont les activités font l'objet d'une surveillance

appropriée par des autorités compétentes en matière de contrôle prudentiel et qui sont coordonnées au niveau communautaire ainsi que les entreprises exerçant des activités de réassurance et de rétrocession;

considérant que les entreprises qui ne fournissent pas de services à des tiers mais dont l'activité consiste à fournir un service d'investissement exclusivement à leur entreprise mère, à leurs filiales ou à une autre filiale de leur entreprise mère, ne doivent pas être couvertes par la présente directive;

considérant que la présente directive vise à couvrir les entreprises dont l'activité habituelle consiste à fournir à des tiers des services d'investissement à titre professionnel et qu'il convient, dès lors, d'exclure de son champ d'application toute personne dont l'activité professionnelle est d'une autre nature (par exemple avocats, notaires) et qui ne fournit de services d'investissement qu'à titre accessoire dans le cadre de cette autre activité professionnelle, à condition que cette activité soit réglementée et que cette réglementation n'exclue pas la fourniture, à titre accessoire, de services d'investissement; qu'il convient, pour la même raison, également d'exclure du champ d'application les personnes qui ne fournissent de services d'investissement qu'à des producteurs ou utilisateurs de matières premières et dans la mesure nécessaire à la réalisation des transactions sur ces produits lorsque de telles transactions constituent leur activité principale;

considérant que les entreprises dont les services d'investissement consistent exclusivement à gérer un système de participation des travailleurs et qui, à ce titre, ne fournissent pas de services d'investissement à des tiers, ne doivent pas être couvertes par les dispositions de la présente directive,

considérant qu'il y a lieu d'exclure du champ d'application de la directive les banques centrales et autres organismes à vocation similaire ainsi que les organismes publics chargés de la gestion de la dette publique ou intervenant dans ladite gestion — notion englobant le placement de celle-ci; que ne sont notamment pas couverts par cette exclusion les organismes à capitaux publics dont la mission est commerciale ou liée à des prises de participation;

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

considérant qu'il y a lieu d'exclure du champ d'application de la présente directive les organismes de placement collectif, qu'ils soient ou non coordonnés au niveau

communautaire, ainsi qu' les dépositaires et gestionnaires de tels organismes dans la mesure où ils sont soumis à une réglementation spécifique directement adaptée à leurs activités;

considérant que, si les associations créées par les fonds de pension d'un État membre pour permettre la gestion de leurs actifs se limitent à cette gestion sans fournir de services d'investissement à des tiers et que les fonds de pension sont eux-mêmes soumis au contrôle des autorités chargées de la surveillance des entreprises d'assurance, il n'apparaît pas nécessaire de soumettre ces associations aux conditions d'accès et d'exercice posées par la présente directive;

considérant qu'il n'est pas opportun d'appliquer la présente directive aux *agenti di cambio* tels que définis par la loi italienne, étant donné qu'ils appartiennent à une catégorie pour laquelle aucun nouvel agrément n'est prévu, que leur activité se limite au territoire national et que celle-ci ne présente pas de risques de distorsions de concurrence;

considérant que les droits conférés aux entreprises d'investissement par la présente directive ne préjugent pas du droit des États membres, des banques centrales et des autres organismes centraux à vocation similaire des États membres de choisir leurs contreparties sur la base de critères objectifs et non discriminatoires;

considérant qu'il incombera aux autorités compétentes de l'État membre d'origine de surveiller la solidité financière des entreprises d'investissement en application de la directive 93/6/CEE du Conseil, du 15 mars 1993, sur l'adéquation des fonds propres des entreprises d'investissement et des établissements de crédit<sup>(1)</sup>, qui coordonne les règles applicables dans le domaine du risque de marché;

considérant que l'État membre d'origine peut, en règle générale, édicter des règles plus strictes que celles fixées dans la présente directive, en particulier en matière de conditions d'agrément, d'exigences prudentielles, et de règles de déclaration et de transparence;

considérant que l'exercice des activités qui ne sont pas couvertes par la présente directive est régi par les dispositions générales du traité relatives au droit d'établissement et à la libre prestation de services;

considérant que, afin de protéger les investisseurs, il convient notamment de veiller à ce que les droits de propriété et autres droits de nature analogue de l'investisseur sur les valeurs ainsi que ses droits sur les fonds confiés à l'entreprise soient protégés par une distinction de ceux de l'entreprise; que ce principe n'empêche toutefois pas l'entreprise d'opérer en son nom dans l'intérêt de l'investisseur, lorsque le type même d'opération le requiert et que l'investisseur y consent, par exemple le prêt de titres;

considérant que les procédures prévues en matière d'agrément des succursales d'entreprises d'investissement agréées dans des pays tiers continuent à s'appliquer à celles-ci; que ces succursales ne bénéficient pas de la libre prestation des services en vertu de l'article 59 deuxième alinéa du traité ni de la liberté d'établissement dans des États membres autres que celui où elles sont établies; que, toutefois, les demandes d'agrément d'une filiale ou de prise d'une participation de la part d'une entreprise régie par la loi d'un pays tiers sont assujetties à une procédure qui vise à garantir que les entreprises d'investissement de la Communauté bénéficient d'un régime de réciprocité dans les pays tiers en question;

considérant que les agréments d'entreprises d'investissement accordés par les autorités nationales compétentes conformément aux dispositions de la présente directive auront une portée communautaire, et non plus seulement nationale, et que les clauses de réciprocité existantes seront désormais sans effet; qu'il faut donc une procédure souple qui permette d'évaluer la réciprocité sur une base communautaire; que le but de cette procédure n'est pas de fermer les marchés financiers de la Communauté mais, comme la Communauté se propose de garder ses marchés financiers ouverts au reste du monde, d'améliorer la libéralisation des marchés financiers globaux dans les pays tiers; que, à cette fin, la présente directive prévoit des procédures de négociation avec des pays tiers et, en dernier ressort, la possibilité de prendre des mesures consistant à suspendre de nouvelles demandes d'agrément ou à limiter les nouveaux agréments;

considérant que l'un des objectifs de la présente directive est d'assurer la protection des investisseurs; que à cette fin, il s'avère approprié de prendre en compte les différents besoins de protection des diverses catégories d'investisseurs et leur niveau d'expertise professionnelle;

considérant que les États membres doivent veiller à ce qu'il n'y ait aucun obstacle à ce que les activités bénéficiant de la reconnaissance mutuelle puissent être exercées de la même manière que dans l'État membre d'origine, pour autant qu'elles ne soient pas en opposition avec les dispositions légales et réglementaires d'intérêt général en vigueur dans l'État membre d'accueil;

considérant qu'aucun État membre ne peut limiter le droit des investisseurs résidant habituellement ou établis dans cet État membre de se voir fournir tout service d'investissement par une entreprise d'investissement couverte par la présente directive, située hors de cet État membre et agissant hors de cet État membre;

considérant que, dans certains États membres, la fonction de compensation et de règlement peut être effectuée par des organismes distincts des marchés sur lesquels les transactions sont réalisées et que, par conséquent, chaque fois que dans la présente directive sont mentionnés l'accès aux marchés réglementés ou la qualité de membre de ces marchés, ces notions doivent être interprétées comme incluant l'accès aux organismes qui assurent les fonctions de compensation et de règlement pour les marchés réglementés et la qualité de membre desdits organismes;

(1) Voir page 1 du présent Journal officiel.

considérant que chaque État membre doit veiller à ce qu'un traitement non discriminatoire soit réservé sur son territoire à toutes les entreprises d'investissement qui ont reçu un agrément dans un État membre, ainsi qu'à tous les instruments financiers qui sont cotés sur un marché réglementé d'un État membre; que, à ce titre, notamment, toutes les entreprises d'investissement doivent disposer des mêmes possibilités de devenir membres des marchés réglementés ou d'avoir accès auxdits marchés et que, en conséquence, quels que soient les modes d'organisation des transactions existant dans les États membres, il importe d'abolir, dans les conditions fixées par la présente directive, les limitations techniques et juridiques à l'accès aux marchés réglementés dans le cadre des dispositions de la présente directive;

considérant que certains États membres n'autorisent les établissements de crédit à devenir membres de leurs marchés réglementés qu'indirectement, en créant une filiale spécialisée; que la possibilité donnée par la présente directive aux établissements de crédit de devenir directement membres des marchés réglementés sans avoir à créer de filiale spécialisée constitue, pour ces États membres, une réforme importante dont toutes les conséquences méritent d'être réévaluées au vu du développement des marchés financiers; que, compte tenu de ces éléments, le rapport que la Commission adressera au Conseil sur ce sujet au plus tard le 31 décembre 1998 devra prendre en compte tous les facteurs permettant à celui-ci d'apprécier de nouveau pour ces États membres les conséquences, et notamment les risques de conflits d'intérêts et le degré de protection de l'investisseur;

considérant qu'il est de la plus haute importance que l'harmonisation des systèmes d'indemnisation devienne applicable à la même date que la présente directive; que, par ailleurs, les États membres d'accueil gardent, jusqu'à la date à laquelle une directive assurant l'harmonisation des systèmes d'indemnisation deviendra applicable, la faculté d'imposer l'application de leur système d'indemnisation également aux entreprises d'investissement, y compris les établissements de crédit, agréés par les autres États membres, lorsque l'État membre d'origine n'a pas de système d'indemnisation ou lorsque celui-ci n'offre pas une protection équivalente;

considérant que la structure des marchés réglementés doit continuer à relever du droit national sans pour autant constituer un obstacle à la libéralisation de l'accès aux marchés réglementés des États membres d'accueil pour les entreprises d'investissement autorisées à fournir les services concernés dans leur État membre d'origine; que, en application de ce principe, le droit de la république fédérale d'Allemagne et celui des Pays-Bas régissent respectivement l'activité de *Kursmakler* et de *boekman*, de façon à empêcher ceux-ci d'exercer leur fonction en parallèle avec d'autres fonctions; qu'il convient donc de constater que le *Kursmakler* et le *boekman* ne sont pas en mesure de fournir leurs services dans les autres États membres; que personne, quel que soit son État membre d'origine, ne pourrait prétendre agir en tant que *Kursmakler* ou *boekman* sans se voir imposer les mêmes règles d'incompatibilité que celles qui résultent du statut de *Kursmakler* ou de *boekman*;

considérant qu'il convient de retenir que la présente directive ne saurait avoir pour effet d'affecter les dispositions découlant de la directive 79/279/CEE du Conseil, du 5 mars 1979, portant coordination des conditions d'admission de valeurs mobilières à la cote officielle d'une bourse de valeurs (1);

considérant que la stabilité et le bon fonctionnement du système financier et la protection de l'investisseur supposent le droit et la responsabilité de l'État membre d'accueil tant de prévenir et de sanctionner tout agissement sur son territoire de l'entreprise d'investissement contraire aux règles de conduite et aux autres dispositions légales et réglementations qu'il a arrêtées pour des raisons d'intérêt général que d'agir en cas d'urgence; considérant, par ailleurs, que les autorités compétentes de l'État membre d'accueil doivent pouvoir compter, dans l'exercice de leurs responsabilités, sur la plus étroite coopération avec les autorités compétentes de l'État membre d'origine, tout particulièrement pour l'activité exercée en régime de libre prestation de services; que les autorités compétentes de l'État membre d'origine ont le droit d'être informées, par les autorités compétentes de l'État membre d'accueil, des mesures comportant des sanctions imposées à une entreprise ou des restrictions aux activités d'une entreprise que ces dernières ont prises à l'égard des entreprises d'investissement qu'elles ont agréées afin de remplir efficacement leur mission dans le domaine de la surveillance prudentielle; qu'il convient, à cette fin, d'assurer la coopération entre les autorités compétentes des États membres d'origine et d'accueil;

considérant que, dans le double objectif de protéger les investisseurs et d'assurer un bon fonctionnement des marchés de valeurs mobilières, il convient d'assurer la transparence des transactions et que les règles prévues à cet effet dans la présente directive pour les marchés réglementés s'appliquent aussi bien aux entreprises d'investissement qu'aux établissements de crédit lorsqu'ils interviennent sur le marché;

considérant que l'examen des problèmes qui se posent dans les domaines couverts par les directives du Conseil concernant les services d'investissement et les valeurs mobilières, tant au niveau de l'application des mesures existantes que dans la perspective d'une coordination plus poussée, exige la coopération des autorités nationales et de la Commission au sein d'un comité; que la création d'un tel comité ne préjuge pas d'autres formes de coopération entre autorités de contrôle dans ce domaine;

considérant que des modifications techniques des règles détaillées figurant dans la présente directive pourront être nécessaires, périodiquement, pour tenir compte de l'évolution survenue dans le secteur des services d'investissement; que la Commission procédera aux modifications nécessaires, après avoir saisi le comité à créer dans le domaine des marchés de valeurs mobilières,

(1) JO n° L 66 du 16. 3. 1979, p. 21. Directive modifiée en dernier lieu par l'acte d'adhésion de l'Espagne et du Portugal.

**A ARRÊTÉ LA PRÉSENTE DIRECTIVE:**

**TITRE PREMIER**

**Définitions et champ d'application**

*Article premier*

Aux fins de la présente directive, on entend par:

- 1) «service d'investissement»: tout service figurant à la section A de l'annexe et portant sur l'un des instruments énumérés à la section B de l'annexe, fourni à des tiers;
- 2) «entreprise d'investissement»: toute personne morale qui exerce habituellement une profession ou une activité consistant à fournir à des tiers un service d'investissement à titre professionnel.

Aux fins de la présente directive, les États membres peuvent inclure dans la notion d'entreprise d'investissement des entreprises qui ne sont pas des personnes morales:

— lorsque leur régime juridique assure aux intérêts des tiers un niveau de protection équivalent à celui offert par les personnes morales

et

— à condition qu'elles fassent l'objet d'une surveillance prudentielle équivalente et adaptée à leur structure juridique.

Toutefois, lorsque ces personnes physiques fournissent des services impliquant la détention de fonds ou de valeurs mobilières de tiers, elles ne peuvent être considérées comme une entreprise d'investissement aux fins de la présente directive que si, sans préjudice des autres exigences fixées par celle-ci et par la directive 93/6/CEE, elles remplissent les conditions suivantes:

- les droits de propriété des tiers à l'égard des valeurs et des fonds qui leur appartiennent doivent être sauvegardés, notamment en cas d'insolvabilité de l'entreprise ou de ses propriétaires, de saisie, de compensation ou de toute autre action intentée par les créanciers de l'entreprise ou de ses propriétaires,
- l'entreprise d'investissement doit être soumise à des règles ayant pour objet la surveillance de sa solvabilité y compris de celle de ses propriétaires,
- les comptes annuels de l'entreprise d'investissement doivent être contrôlés par une ou plusieurs personnes habilitées, en vertu de la loi nationale, au contrôle des comptes,
- lorsqu'une entreprise n'a qu'un seul propriétaire, celui-ci doit prendre des dispositions pour la protection des investisseurs en cas de cessation des activités de l'entreprise en raison de son

décès, de son incapacité ou de toute autre situation similaire.

Avant le 31 décembre 1997, la Commission fait rapport sur l'application des deuxième et troisième alinéas du présent point et propose le cas échéant de le modifier ou de le supprimer.

Lorsqu'une personne exerce une activité visée à la section A point 1 a) de l'annexe et que cette activité est exercée uniquement pour le compte et sous la responsabilité entière et inconditionnelle d'une entreprise d'investissement, cette activité est considérée comme étant l'activité de l'entreprise d'investissement elle-même et non celle de cette personne;

- 3) «établissement de crédit»: un établissement de crédit au sens de l'article 1<sup>er</sup> premier tiret de la directive 77/780/CEE<sup>(1)</sup>, à l'exclusion des établissements visés à l'article 2 paragraphe 2 de ladite directive;

- 4) «valeurs mobilières»:

— les actions et autres valeurs assimilables à des actions,

— les obligations et autres titres de créance, négociables sur le marché des capitaux,

et

— toutes autres valeurs habituellement négociées permettant d'acquérir de telles valeurs mobilières par voie de souscription ou d'échange ou donnant lieu à un règlement en espèces,

à l'exclusion des moyens de paiement;

- 5) «instruments du marché monétaire»: les catégories d'instruments habituellement négociés sur le marché monétaire;

- 6) «État membre d'origine»:

- a) lorsque l'entreprise d'investissement est une personne physique, l'État membre où cette personne a son administration centrale;

- b) lorsque l'entreprise d'investissement est une personne morale, l'État membre où est situé son siège statutaire ou, si conformément à son droit national elle n'en a pas, l'État membre où est située l'administration centrale;

- c) lorsqu'il s'agit d'un marché, l'État membre où est situé le siège statutaire de l'organisme qui assure les négociations ou, si conformément à son droit national il n'en a pas, l'État membre où est située l'administration centrale de cet organisme;

(1) JO n° L 322 du 17. 12. 1977, p. 30. Directive modifiée en dernier lieu par la directive 89/646/CEE (JO n° L 386 du 30. 12. 1989, p. 1).



7) «État membre d'accueil»: l'État membre dans lequel une entreprise d'investissement a une succursale ou fournit des services;

8) «succursale»: un siège d'exploitation qui constitue une partie dépourvue de personnalité juridique d'une entreprise d'investissement et fournit des services d'investissement pour lesquels l'entreprise d'investissement a obtenu un agrément; plusieurs sièges d'exploitation créés dans le même État membre par une entreprise d'investissement ayant son siège social dans un autre État membre sont considérés comme une seule succursale;

9) «autorités compétentes»: les autorités que chaque État membre désigne en vertu de l'article 22;

10) «participation qualifiée»: le fait de détenir dans une entreprise d'investissement une participation, directe ou indirecte, qui représente au moins 10% du capital ou des droits de vote ou qui permet d'exercer une influence notable sur la gestion de l'entreprise dans laquelle est détenue une participation.

Aux fins de l'application de la présente définition, dans le cadre des articles 4 et 9, et des autres taux de participation visés à l'article 9, les droits de vote visés à l'article 7 de la directive 88/627/CEE <sup>(1)</sup> sont pris en considération;

11) «entreprise mère»: une entreprise mère au sens des articles 1<sup>er</sup> et 2 de la directive 83/349/CEE <sup>(2)</sup>;

12) «filiale»: une entreprise filiale au sens des articles 1<sup>er</sup> et 2 de la directive 83/349/CEE; toute entreprise filiale d'une entreprise filiale est aussi considérée comme filiale de l'entreprise mère qui est à la tête de ces entreprises;

13) «marché réglementé»: le marché d'instruments financiers visés à la section B de l'annexe:

— inscrit sur la liste visée à l'article 16 établie par l'État membre qui est l'État membre d'origine au sens de l'article 1<sup>er</sup> point 6 c),

— de fonctionnement régulier,

— caractérisé par le fait que des dispositions établies ou approuvées par les autorités compétentes définissent les conditions de fonctionnement du marché, les conditions d'accès au marché, ainsi que, lorsque la directive 79/279/CEE est applicable, les conditions d'admission à la cotation fixées par cette directive et, lorsque cette direc-

tive n'est pas applicable, les conditions à remplir par ces instruments financiers pour pouvoir être effectivement négociés sur le marché,

— imposant le respect de toutes les obligations de déclaration et de transparence prescrites en application des articles 20 et 21;

14) «contrôle»: le contrôle défini à l'article 1<sup>er</sup> de la directive 83/349/CEE.

## Article 2

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

2. La présente directive n'est pas applicable:

a) aux entreprises d'assurance au sens de l'article 1<sup>er</sup> de la directive 73/239/CEE <sup>(3)</sup> ou de l'article 1<sup>er</sup> de la directive 79/267/CEE <sup>(4)</sup>, ainsi qu'aux entreprises exerçant les activités de réassurance et de rétrocession visées à la directive 64/225/CEE <sup>(5)</sup>;

b) aux entreprises qui fournissent un service d'investissement exclusivement à leur entreprise mère, à leurs filiales ou à une autre filiale de leur entreprise mère;

c) aux personnes qui fournissent un service d'investissement si cette activité est exercée de manière accessoire dans le cadre d'une activité professionnelle, et si cette dernière est régie par des dispositions législatives ou réglementaires ou par un code déontologique régissant la profession et que ceux-ci n'excluent pas la fourniture de ce service;

d) aux entreprises dont les services d'investissement consistent exclusivement dans la gestion d'un système de participation des travailleurs;

e) aux entreprises dont les services d'investissement consistent à fournir tant les services visés au point b) que ceux visés au point d);

f) aux banques centrales des États membres et autres organismes nationaux à vocation similaire et autres organismes publics chargés de la gestion de la dette publique ou intervenant dans cette gestion;

<sup>(1)</sup> JO n° L 228 du 16. 8. 1973, p. 3. Directive modifiée en dernier lieu par la directive 90/619/CEE (JO n° L 330 du 29. 11. 1990, p. 50).

<sup>(2)</sup> JO n° L 63 du 13. 3. 1979, p. 1. Directive modifiée en dernier lieu par la directive 90/618/CEE (JO n° L 330 du 29. 11. 1990, p. 44).

<sup>(3)</sup> JO n° 56 du 4. 4. 1964, p. 878/64.

<sup>(1)</sup> JO n° L 348 du 17. 12. 1988, p. 62.

<sup>(2)</sup> JO n° L 193 du 18. 7. 1983, p. 1. Directive modifiée en dernier lieu par la directive 90/605/CEE (JO n° L 317 du 16. 11. 1990, p. 60).

g) aux entreprises:

- qui ne peuvent pas détenir de fonds ou de titres appartenant à leurs clients et qui, pour cette raison, ne risquent à aucun moment d'être débiteurs vis-à-vis de leurs clients et
- qui ne peuvent fournir qu'un service d'investissement consistant à recevoir et à transmettre des ordres concernant des valeurs mobilières et des parts d'organismes de placement collectif et
- qui, lorsqu'elles fournissent ce service, ne peuvent transmettre d'ordres:
  - i) qu'à des entreprises d'investissement agréées conformément à la présente directive;
  - ii) qu'à des établissements de crédit agréés conformément aux directives 77/80/CEE et 89/646/CEE;
  - iii) qu'à des succursales d'entreprises d'investissement ou d'établissements de crédit qui ont été agréés dans un pays tiers et qui sont soumis à des règles prudentielles que les autorités compétentes estiment au moins aussi strictes que celles qui sont énoncées dans la présente directive ou dans les directives 89/646/CEE ou 93/6/CEE et qui s'y conforment;
  - iv) qu'à des organismes de placement collectif autorisés par la législation d'un État membre à placer des parts auprès du public, ainsi qu'aux dirigeants de tels organismes;
  - v) qu'à des sociétés d'investissement à capital fixe, au sens de l'article 15 paragraphe 4 de la directive 77/91/CEE<sup>(1)</sup>, dont les titres sont cotés ou négociés sur un marché réglementé dans un État membre,et
- dont l'activité est soumise au niveau national à une réglementation ou à un code déontologique;

h) aux organismes de placement collectif, qu'ils soient ou non coordonnés au niveau communautaire, ainsi qu'aux dépositaires et gestionnaires de tels organismes;

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

j) aux entreprises dont les services d'investissement consistent exclusivement à négocier uniquement pour leur compte sur un marché d'instruments financiers à terme ou d'options, ou qui négocient ou font un prix pour d'autres membres du même marché et qui sont couvertes par la garantie d'un membre compensateur de celui-ci. La responsabilité de l'exécution des

contrats passés par ces entreprises doit être assumée par un membre compensateur du même marché;

k) aux associations créées par des fonds de pension danois dans le seul but de gérer les actifs des fonds de pension participants;

l) aux *agenti di cambio* dont les activités et fonctions sont régies par le décret royal italien n° 222 du 7 mars 1925, ainsi que par les dispositions ultérieures le modifiant, et qui ont été autorisés à poursuivre leur activité en vertu de l'article 19 de la loi italienne n° 1 du 2 janvier 1991.

3. Au plus tard le 31 décembre 1998, et à intervalles réguliers ensuite, la Commission établit un rapport sur l'application du paragraphe 2, en liaison avec la section A de l'annexe, et, s'il y a lieu, propose des modifications à la définition des exclusions et des services couverts, à la lumière du fonctionnement de la présente directive.

4. Les droits conférés par la présente directive ne s'étendent pas à la fourniture de services à titre de contrepartie à l'État, à la banque centrale ou aux autres organismes nationaux à vocation similaire d'un État membre dans le cadre des politiques de gestion de la monnaie, des taux de change, de la dette publique et des réserves de l'État membre concerné.

## TITRE II

### Conditions d'accès à l'activité

#### Article 3

1. Chaque État membre fait dépendre d'un agrément l'accès à l'activité des entreprises d'investissement dont il est l'État membre d'origine. Cet agrément est accordé par les autorités compétentes de cet État désignées conformément à l'article 22. Dans l'agrément sont spécifiés les services d'investissement visés à la section A de l'annexe que l'entreprise est autorisée à fournir. L'agrément peut couvrir en outre un ou plusieurs des services auxiliaires visés à la section C de l'annexe. L'agrément, au sens de la présente directive, ne peut en aucun cas être délivré pour des services qui ne relèvent que de la section C de l'annexe.

2. Les États membres exigent:

- des entreprises d'investissement qui sont des personnes morales et qui ont conformément à leur droit national un siège statutaire que leur administration centrale soit située dans le même État membre que leur siège statutaire,
- des autres entreprises d'investissement que leur administration centrale soit située dans l'État membre qui a délivré l'agrément et dans lequel elles opèrent de manière effective.

(1) JO n° L 26 du 31. 1. 1977. Directive modifiée en dernier lieu par l'acte d'adhésion de l'Espagne et du Portugal.

3. Sans préjudice d'autres conditions générales prévues par la législation nationale, les autorités compétentes n'accordent l'agrément que si:

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

L'orientation de l'activité de l'entreprise doit être déterminée par au minimum deux personnes remplissant ces mêmes conditions. Toutefois, lorsqu'un dispositif approprié assure un résultat équivalent, notamment en ce qui concerne l'article 1<sup>er</sup> point 2 troisième alinéa dernier tiret, les autorités compétentes peuvent également accorder l'agrément à des entreprises d'investissement «personnes physiques» ou, compte tenu de la nature et du volume de leur activité, à des entreprises d'investissement «personnes morales» qui, conformément à leurs statuts et lois nationales, sont dirigées par une seule personne physique.

4. Les États membres exigent également que les demandes d'agrément soient accompagnées d'un programme d'activité dans lequel seront notamment indiqués le type d'opérations envisagées et la structure de l'organisation de l'entreprise d'investissement.

5. Le demandeur est informé, dans les six mois à compter de la présentation d'une demande complète, que l'agrément est octroyé ou refusé. Le refus de l'agrément est motivé.

6. Lorsque l'agrément est accordé, l'entreprise d'investissement peut immédiatement commencer son activité.

7. Les autorités compétentes ne peuvent retirer l'agrément à une entreprise d'investissement relevant de la présente directive que lorsque celle-ci:

- a) ne fait pas usage de l'agrément dans un délai de douze mois, y renonce expressément ou a cessé de fournir des services d'investissement depuis plus de six mois, à moins que l'État membre concerné ne prévoie que, dans ces cas, l'agrément devient caduc;
- b) a obtenu l'agrément au moyen de fausses déclarations ou par tout autre moyen irrégulier;
- c) ne remplit plus les conditions d'octroi de l'agrément;
- d) ne respecte plus les dispositions de la directive 93/6/CEE;
- e) a enfreint de manière grave et systématique les dispositions adoptées en application des articles 10 et 11;
- f) relève de l'un des autres cas de retrait prévus par la législation nationale.

#### Article 4

Les autorités compétentes n'accordent pas l'agrément permettant l'accès à l'activité d'une entreprise d'investissement avant d'avoir obtenu communication de l'identité des actionnaires ou associés, directs ou indirects, personnes physiques ou morales, qui y détiennent une participation qualifiée, et du montant de cette participation.

Les autorités compétentes refusent l'agrément si, compte tenu de la nécessité de garantir une gestion saine et prudente de l'entreprise d'investissement, elles ne sont pas convaincues de la qualité desdits actionnaires ou associés.

#### Article 5

Les États membres n'appliquent pas aux succursales d'entreprises d'investissement ayant leur siège statutaire à l'extérieur de la Communauté, qui commencent ou exercent déjà leurs activités, des dispositions leur assurant un traitement plus favorable que celui auquel sont soumises les succursales d'entreprises d'investissement ayant leur siège statutaire dans un État membre.

#### Article 6

Doit faire l'objet d'une consultation préalable des autorités compétentes de l'autre État membre concerné l'agrément d'une entreprise d'investissement qui est:

- une filiale d'une entreprise d'investissement ou d'un établissement de crédit agréé dans un autre État membre
- ou
- une filiale de l'entreprise mère d'une entreprise d'investissement ou d'un établissement de crédit agréé dans un autre État membre
- ou
- contrôlée par les mêmes personnes physiques ou morales qu'une entreprise d'investissement ou qu'un établissement de crédit agréé dans un autre État membre.

### TITRE III

#### Relations avec les pays tiers

#### Article 7

1. Les autorités compétentes des États membres informent la Commission:

- a) de tout agrément d'une filiale directe ou indirecte d'une ou de plusieurs entreprises mères qui relèvent du droit d'un pays tiers;

- b) de toute prise de participation d'une telle entreprise mère dans une entreprise d'investissement de la Communauté qui ferait de celle-ci sa filiale.

Dans les deux cas, la Commission informe le Conseil en attendant qu'un comité en matière de valeurs mobilières soit institué par le Conseil sur proposition de la Commission.

Lorsque l'agrément est accordé à une filiale directe ou indirecte d'une ou de plusieurs entreprises mères relevant du droit d'un pays tiers, la structure du groupe est précisée dans la notification que les autorités compétentes adressent à la Commission.

2. Les États membres informent la Commission des difficultés d'ordre général que rencontrent leurs entreprises d'investissement pour s'établir ou fournir des services d'investissement dans un pays tiers.

3. La Commission établit, pour la première fois six mois au plus tard avant la mise en application de la présente directive et ensuite périodiquement, un rapport examinant le traitement, au sens des paragraphes 4 et 5, réservé dans les pays tiers aux entreprises d'investissement de la Communauté, en ce qui concerne l'établissement et l'exercice d'activités de services d'investissement, ainsi que les prises de participations dans des entreprises d'investissement de pays tiers. La Commission transmet ces rapports au Conseil, assortis, le cas échéant, de propositions appropriées.

4. Lorsque la Commission constate, soit sur la base des rapports visés au paragraphe 3, soit sur la base d'autres informations, qu'un pays tiers n'accorde pas aux entreprises d'investissement de la Communauté un accès effectif au marché comparable à celui qu'offre la Communauté aux entreprises d'investissement de ce pays tiers, elle peut soumettre des propositions au Conseil afin qu'un mandat de négociation approprié lui soit confié en vue d'obtenir des possibilités de concurrence comparables pour les entreprises d'investissement de la Communauté. Le Conseil décide à la majorité qualifiée.

5. Lorsque la Commission constate, soit sur la base des rapports visés au paragraphe 3, soit sur la base d'autres informations, que les entreprises d'investissement de la Communauté ne bénéficient pas, dans un pays tiers, du traitement national offrant les mêmes possibilités de concurrence qu'aux entreprises d'investissement de ce pays et que les conditions d'accès effectif au marché ne sont pas remplies, elle peut engager des négociations en vue de remédier à la situation.

Dans le cas visé au premier alinéa, il peut également être décidé, à tout moment et parallèlement à l'engagement des négociations, selon la procédure à prévoir par la directive par laquelle le Conseil instituera le comité visé au paragraphe 1, que les autorités compétentes des États membres doivent limiter ou suspendre leurs décisions concernant les demandes d'agrément en attente ou futures

et les prises de participation des entreprises mères directes ou indirectes relevant du droit du pays tiers en question. La durée des mesures visées ne peut pas excéder trois mois.

Avant l'expiration de ce délai de trois mois et à la lumière des résultats de la négociation, le Conseil peut décider à la majorité qualifiée, sur proposition de la Commission, s'il y a lieu de continuer à appliquer les mesures.

Une telle limitation ou suspension ne peut être appliquée à la création de filiales par des entreprises d'investissement dûment agréées dans la Communauté ou par leurs filiales, ni à la prise de participation par de telles entreprises d'investissement ou filiales dans une entreprise d'investissement de la Communauté.

6. Lorsque la Commission constate l'une des situations visées aux paragraphes 4 et 5, les États membres l'informent, à sa demande:

- a) de toute demande d'agrément d'une filiale directe ou indirecte d'une ou de plusieurs entreprises mères relevant du droit du pays tiers en question;
- b) de tout projet de prise de participation, dont ils sont saisis en vertu de l'article 9, par une telle entreprise dans une entreprise d'investissement de la Communauté et qui ferait de celle-ci sa filiale.

Cette obligation d'information cesse dès qu'un accord est conclu avec le pays tiers visé au paragraphe 4 ou 5 ou lorsque les mesures visées au paragraphe 5 deuxième et troisième alinéas cessent d'être d'application.

7. Les mesures prises au titre du présent article sont conformes aux obligations qui incombent à la Communauté en vertu d'accords internationaux, tant bilatéraux que multilatéraux, qui régissent l'accès à l'activité d'entreprise d'investissement et son exercice.

#### TITRE IV

#### Conditions d'exercice

#### Article 8

1. Les autorités compétentes de l'État membre d'origine exigent que l'entreprise d'investissement qu'elles ont agréée respecte à tout moment les conditions visées à l'article 3 paragraphe 3.

2. Les autorités compétentes de l'État membre d'origine exigent que l'entreprise d'investissement qu'elles ont agréée se conforme aux règles prévues par la directive 93/6/CEE.

3. La surveillance prudentielle d'une entreprise d'investissement incombe aux autorités compétentes de l'État membre d'origine, que l'entreprise d'investissement établie ou non une succursale ou qu'elle fournisse ou non des services dans un autre État membre, sans préjudice des dispositions de la présente directive qui comportent une compétence des autorités de l'État membre d'accueil.

#### Article 9

1. Les États membres prévoient que toute personne qui envisage d'acquérir, directement ou indirectement, une participation qualifiée dans une entreprise d'investissement doit en informer préalablement les autorités compétentes, en indiquant le montant de cette participation. Toute personne doit de même informer les autorités compétentes si elle envisage, d'accroître sa participation qualifiée de telle façon que le pourcentage des droits de vote ou de parts de capital détenus par elle atteigne ou dépasse les seuils de 20, 33 ou 50 %, ou que l'entreprise d'investissement devienne sa filiale.

Sans préjudice du paragraphe 2, les autorités compétentes disposent d'un délai maximal de trois mois à compter de la date de la notification prévue au premier alinéa pour s'opposer audit projet si, compte tenu de la nécessité de garantir une gestion saine et prudente de l'entreprise d'investissement, elles ne sont pas convaincues de la qualité de la personne visée au premier alinéa. Si elles ne s'opposent pas au projet, elles peuvent fixer un délai maximal pour sa réalisation.

2. Si l'acquéreur des participations visées au paragraphe 1 est une entreprise d'investissement agréée dans un autre État membre, ou l'entreprise mère d'une entreprise d'investissement agréée dans un autre État membre, ou une personne qui contrôle une entreprise d'investissement agréée dans un autre État membre et si, du fait de cette acquisition, l'entreprise concernée devient une filiale de l'acquéreur ou passe sous son contrôle, l'évaluation de l'acquisition devra faire l'objet de la procédure de consultation préalable visée à l'article 6.

3. Les États membres prévoient que toute personne qui envisage de céder, directement ou indirectement, une participation qualifiée dans une entreprise d'investissement doit en informer préalablement les autorités compétentes, en indiquant le montant de cette participation. Toute personne doit de même informer les autorités compétentes si elle envisage de diminuer sa participation qualifiée de telle façon que le pourcentage des droits de vote ou de parts de capital détenus par elle tombe au-dessous des seuils de 20, 33 et 50 %, ou que l'entreprise cesse d'être sa filiale.

4. Dès qu'elles en ont pris connaissance, les entreprises d'investissement communiquent aux autorités compétentes les acquisitions ou cessions de participations dans leur capital qui font franchir, vers le haut ou vers le bas, l'un des seuils visés aux paragraphes 1 et 3.

De même, elles leur communiquent au moins une fois par an l'identité des actionnaires ou associés qui possèdent des participations qualifiées ainsi que le montant de ces

participations, tel qu'il résulte par exemple des informations communiquées lors des assemblées générales annuelles des actionnaires ou associés, ou reçues conformément aux dispositions applicables aux sociétés cotées à une bourse de valeurs.

5. Les États membres exigent que, lorsque l'influence exercée par les personnes visées au paragraphe 1 risque d'être préjudiciable à une gestion prudente et saine de l'entreprise d'investissement, les autorités compétentes prennent les mesures appropriées en vue de mettre fin à cette situation. Ces mesures peuvent comprendre notamment des injonctions, des sanctions à l'égard des administrateurs et des dirigeants ou la suspension de l'exercice des droits de vote attachés aux actions ou parts détenues par les actionnaires ou associés en question.

Des mesures similaires s'appliquent aux personnes qui ne respectent pas l'obligation d'information préalable prévue au paragraphe 1. Lorsqu'une participation est acquise en dépit de l'opposition des autorités compétentes, les États membres, indépendamment d'autres sanctions à adopter, prévoient soit la suspension de l'exercice des droits de vote correspondants, soit la nullité des votes émis ou la possibilité de les annuler.

#### Article 10

L'État membre d'origine établit des règles prudentielles que l'entreprise d'investissement est tenue d'observer à tout moment. Ces règles obligent notamment l'entreprise d'investissement:

- à avoir une bonne organisation administrative et comptable, des mécanismes de contrôle et de sécurité dans le domaine informatique, ainsi que des procédures de contrôle internes adéquates incluant notamment un régime des opérations personnelles des salariés de l'entreprise,
- à prendre les dispositions adéquates pour les valeurs appartenant aux investisseurs, afin de protéger les droits de propriété de ceux-ci, notamment en cas d'insolvabilité de l'entreprise, et d'empêcher que l'entreprise d'investissement utilise les valeurs des investisseurs pour son propre compte si ce n'est avec le consentement explicite des investisseurs,
- à prendre les dispositions adéquates pour les fonds appartenant aux investisseurs afin de protéger les droits de ceux-ci et d'empêcher, sauf dans le cas des établissements de crédit, que l'entreprise d'investissement utilise les fonds des investisseurs pour son propre compte,
- à veiller à ce que l'enregistrement des opérations effectuées soit au moins suffisant pour permettre aux autorités de l'État membre d'origine de contrôler le respect des règles prudentielles qu'elles doivent faire appliquer; ces données enregistrées sont conservées pendant une période à déterminer par les autorités compétentes,

— à être structurée et organisée de façon à restreindre au minimum le risque que des conflits d'intérêts entre l'entreprise et ses clients ou entre ses clients eux-mêmes ne nuisent aux intérêts des clients. Néanmoins, les modalités d'organisation en cas de création d'une succursale ne peuvent pas être en contradiction avec les règles de conduite prescrites par l'État membre d'accueil en matière de conflits d'intérêts.

#### Article 11

1. Les États membres établissent des règles de conduite que les entreprises d'investissement sont tenues d'observer à tout moment. Ces règles doivent mettre à exécution au moins les principes énoncés aux tirets figurant ci-dessous et doivent être appliquées de manière à tenir compte de la nature professionnelle de la personne à laquelle le service est fourni. Les États membres appliquent également ces règles, lorsque cela s'avère approprié, aux services auxiliaires visés à la section C de l'annexe. Ces principes obligent l'entreprise d'investissement:

- à agir, dans l'exercice de son activité, loyalement et équitablement au mieux des intérêts de ses clients et de l'intégrité du marché,
- à agir avec la compétence, le soin et la diligence qui s'imposent, au mieux des intérêts de ses clients et de l'intégrité du marché,
- à avoir et à utiliser avec efficacité les ressources et les procédures nécessaires pour mener à bonne fin ses activités,
- à s'informer de la situation financière de ses clients, de leur expérience en matière d'investissement et de leurs objectifs en ce qui concerne les services demandés,
- à communiquer d'une manière appropriée les informations utiles dans le cadre des négociations avec ses clients,
- à s'efforcer d'écartier les conflits d'intérêts et, lorsque ces derniers ne peuvent être évités, à veiller à ce que ses clients soient traités équitablement,
- à se conformer à toutes les réglementations applicables à l'exercice de ses activités de manière à promouvoir au mieux les intérêts de ses clients et l'intégrité du marché.

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

3. Lorsqu'une entreprise d'investissement exécute un ordre, le critère de la nature professionnelle de l'investisseur, aux fins de l'application des règles visées au paragraphe 1, est apprécié par rapport à l'investisseur qui est à l'origine de l'ordre, que celui-ci soit placé directement

par l'investisseur lui-même ou indirectement par l'intermédiaire d'une entreprise d'investissement offrant le service visé à la section A point 1 a) de l'annexe.

#### Article 12

L'entreprise est tenue d'indiquer aux investisseurs, avant d'entrer en relation d'affaires avec eux, quel fonds d'indemnisation ou quelle protection équivalente sera d'application, en ce qui concerne la ou les opérations envisagées, la couverture offerte par l'un ou l'autre système, ou si aucun fonds ou aucune indemnisation n'existent.

Le Conseil prend acte du fait que la Commission indique qu'elle lui présentera des propositions concernant l'harmonisation des systèmes d'indemnisation relatifs aux opérations des entreprises d'investissement au plus tard le 31 juillet 1993. Le Conseil se prononcera dans les plus brefs délais, l'objectif recherché étant que les systèmes faisant l'objet de ces propositions deviennent applicables à la date de mise en application de la présente directive.

#### Article 13

Les dispositions de la présente directive n'empêchent pas les entreprises d'investissement agréées dans un autre État membre de faire de la publicité pour leurs services par tous les moyens de communication disponibles dans l'État membre d'accueil, pour autant qu'elles respectent les règles régissant la forme et le contenu de cette publicité qui ont été arrêtées pour des raisons d'intérêt général.

### TITRE V

#### Libre établissement et libre prestation de services

#### Article 14

1. Les États membres veillent à ce que les services d'investissement et les autres services énumérés à la section C de l'annexe puissent être exercés sur leur territoire conformément aux articles 17, 18 et 19, tant par la création d'une succursale que par voie de prestation de services, par toute entreprise d'investissement agréée et contrôlée par les autorités compétentes d'un autre État membre conformément à la présente directive, sous réserve que ces services soient couverts par l'agrément.

La présente directive n'affecte pas les compétences des États membres d'accueil concernant les parts d'organismes de placement collectif auxquels la directive 85/611/CEE (1) ne s'applique pas.

(1) JO n° L 375 du 31. 12. 1985, p. 3. Directive modifiée en dernier lieu par la directive 88/220/CEE (JO n° L 100 du 19. 4. 1982, p. 31).

2. Les États membres ne peuvent soumettre la création d'une succursale ou la prestation de services visées au paragraphe 1 à l'obligation d'obtenir un agrément ou à celle de fournir un capital de dotation ou à toute autre mesure d'effet équivalent.

3. Un État membre peut exiger que les transactions relatives aux services visés au paragraphe 1 soient effectuées sur un marché réglementé, lorsqu'elles répondent à l'ensemble des critères mentionnés ci-après:

- l'investisseur réside habituellement ou est établi dans cet État membre,
- l'entreprise d'investissement effectue la transaction soit par l'intermédiaire d'un établissement principal ou d'une succursale situés dans cet État membre, soit dans le cadre de la libre prestation de services dans cet État membre,
- la transaction porte sur un instrument négocié sur un marché réglementé de cet État membre.

4. Lorsqu'un État membre applique le paragraphe 3, il accorde aux investisseurs résidant habituellement ou établis dans cet État membre le droit de déroger à l'obligation imposée en vertu du paragraphe 3 et de faire effectuer hors d'un marché réglementé les transactions visées au paragraphe 3. Les États membres peuvent subordonner l'exercice de ce droit à une autorisation explicite, compte tenu des besoins différents des investisseurs en matière de protection et notamment de la capacité des investisseurs professionnels et institutionnels à agir au mieux de leurs intérêts. Cette autorisation doit en tout cas pouvoir être donnée dans des conditions qui ne mettent pas en cause la prompte exécution des ordres de l'investisseur.

5. La Commission rend compte du fonctionnement des dispositions figurant aux paragraphes 3 et 4 au plus tard le 31 décembre 1998 et, le cas échéant, propose les modifications à y apporter.

#### Article 15

1. Sans préjudice de l'exercice de la liberté d'établissement et de la liberté de prestation de services visées à l'article 14, les États membres d'accueil veillent à ce que les entreprises d'investissement qui sont autorisées à fournir des services visés à la section A points 1 b) et 2 de l'annexe par les autorités compétentes de leur État membre d'origine puissent, dans les États membres d'accueil, devenir membres, soit directement soit indirectement, des marchés réglementés dans lesquels des services similaires sont fournis ou y avoir accès, soit directement soit indirectement, ainsi qu'avoir accès aux systèmes de compensation et de règlement qui y sont mis à la disposition des membres des marchés réglementés ou devenir membres desdits systèmes.

Les États membres abolissent les règles ou lois nationales ou les statuts des marchés réglementés limitant le nombre

de personnes admises. Si, en raison de sa structure juridique ou de ses capacités techniques, l'accès à un marché réglementé est limité, les États membres font en sorte que cette structure et ces capacités soient régulièrement adaptées.

2. La qualité de membre d'un marché réglementé ou l'accès à un tel marché présuppose le respect des exigences d'adéquation des fonds propres par les entreprises d'investissement et le contrôle de celui-ci par l'État membre d'origine conformément à la directive 93/6/CEE.

Les États membres d'accueil ne sont habilités à imposer des exigences supplémentaires en matière de capital que pour ce qui n'est pas couvert par ladite directive.

L'accès à un marché réglementé, l'admission à la qualité de membre ou leur maintien sont conditionnés par le respect des règles de ce marché réglementé en ce qui concerne la constitution et l'administration du marché réglementé, ainsi que par le respect des règles relatives aux opérations sur ce marché, des normes professionnelles imposées au personnel travaillant sur ce marché ou en liaison avec celui-ci et des règles et procédures des systèmes de compensation et de règlement. Les modalités d'application de ces règles et procédures peuvent être adaptées de façon appropriée, notamment pour assurer la bonne fin des obligations qui en résultent en veillant, toutefois, au respect de l'article 28.

3. Pour s'acquitter de l'obligation énoncée au paragraphe 1, les États membres d'accueil sont tenus d'offrir aux entreprises d'investissement visées dans ledit paragraphe le choix de devenir membres de leurs marchés réglementés ou d'avoir accès auxdits marchés:

- soit directement, en créant une succursale dans l'État membre d'accueil,
- soit indirectement, en créant une filiale dans l'État membre d'accueil ou en acquérant une entreprise existante dans l'État d'accueil qui est déjà membre de ces marchés ou qui y a déjà accès.

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

Le royaume d'Espagne, la République hellénique et la République portugaise peuvent prolonger cette période jusqu'au 31 décembre 1999. Une année avant cette date, la Commission fait un rapport, tenant compte de l'expérience acquise dans l'application du présent article, et présente, le cas échéant, une proposition. Le Conseil, statuant à la majorité qualifiée sur cette proposition, peut décider de la révision de ce régime.

4. Sous réserve des paragraphes 1, 2 et 3, lorsque le marché réglementé de l'État membre d'accueil fonctionne sans qu'une présence physique soit requise, les entreprises d'investissement visées au paragraphe 1 peuvent, sur cette même base, en devenir membres ou y avoir accès sans devoir disposer d'un établissement dans l'État membre d'accueil. Afin de permettre à ses entreprises d'investissement d'être admises à un marché réglementé d'un État d'accueil conformément au présent paragraphe, l'État membre d'origine permet à ces marchés réglementés de fournir, sur son territoire, les moyens nécessaires à cet effet.

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

6. Le présent article n'affecte pas:

— en république fédérale d'Allemagne, la réglementation de l'activité de *Kursmakler*,

— aux Pays-Bas, la réglementation de l'activité de *hoekman*.

#### Article 16

Il appartient à chaque État membre, aux fins de la reconnaissance mutuelle et de l'application de la présente directive, d'établir la liste des marchés réglementés dont il est l'État membre d'origine et qui sont conformes à sa réglementation, et de communiquer pour information aux autres États membres et à la Commission cette liste ainsi que les règles d'organisation et de fonctionnement de ces marchés réglementés. La même communication sera faite pour toute modification de la liste ou des règles précitées. La Commission publie au *Journal officiel des Communautés européennes* au moins une fois par an les listes des marchés réglementés et leurs mises à jour.

Avant le 31 décembre 1996, la Commission fait un rapport sur les informations ainsi reçues et, le cas échéant, propose des modifications à la définition des marchés réglementés au sens de la présente directive.

#### Article 17

1. En plus des conditions prévues à l'article 3, toute entreprise d'investissement qui désire établir une succursale sur le territoire d'un autre État membre le notifie aux autorités compétentes de l'État membre d'origine.

2. Les États membres exigent que l'entreprise d'investissement qui désire établir une succursale dans un autre État membre accompagne la notification visée au paragraphe 1 des informations suivantes:

a) l'État membre sur le territoire duquel elle envisage d'établir une succursale;

b) un programme d'activité dans lequel seront notamment indiqués le type d'opérations envisagées et la structure de l'organisation de la succursale;

c) l'adresse à laquelle les documents peuvent lui être réclamés dans l'État membre d'accueil;

d) le nom des dirigeants de la succursale.

3. À moins que les autorités compétentes de l'État membre d'origine n'aient des raisons de douter, compte tenu du projet en questions, de l'adéquation des structures administratives ou de la situation financière de l'entreprise d'investissement, elles communiquent les informations visées au paragraphe 2, dans les trois mois à compter de la réception de toutes ces informations, aux autorités compétentes de l'État membre d'accueil et en avisent l'entreprise d'investissement concernée.

Elles communiquent en outre des précisions sur tout système d'indemnisation qui vise à assurer la protection des investisseurs de la succursale.

Lorsque les autorités compétentes de l'État membre d'origine refusent de communiquer les informations visées au paragraphe 2 aux autorités compétentes de l'État membre d'accueil, elles font connaître les raisons de ce refus à l'entreprise d'investissement concernée dans les trois mois suivant la réception de toutes les informations. Ce refus ou l'absence de réponse peut faire l'objet d'un recours juridictionnel dans l'État membre d'origine.

4. Avant que la succursale de l'entreprise d'investissement ne commence à exercer ses activités, les autorités compétentes de l'État membre d'accueil disposent de deux mois à compter de la réception des informations visées au paragraphe 3 pour organiser la surveillance de l'entreprise d'investissement conformément à l'article 19 et pour indiquer, le cas échéant, les conditions, y compris les règles de conduite, dans lesquelles, pour des raisons d'intérêt général, ces activités doivent être exercées dans l'État membre d'accueil.

5. Dès réception d'une communication des autorités compétentes de l'État membre d'accueil ou, en cas de silence de la part de celles-ci, dès l'échéance du délai prévu au paragraphe 4, la succursale peut être établie et commencer ses activités.

6. En cas de modification du contenu de l'une des informations notifiées conformément au paragraphe 2 (points b), c) et d), l'entreprise d'investissement notifie, par écrit, cette modification aux autorités compétentes de l'État membre d'origine et de l'État membre d'accueil un mois au moins avant d'effectuer le changement, pour que les autorités compétentes de l'État membre d'origine puissent se prononcer sur cette modification conformément au paragraphe 3 et les autorités compétentes de l'État membre d'accueil conformément au paragraphe 4.

7. En cas de modification des informations notifiées conformément au paragraphe 3 deuxième alinéa, les autorités de l'État membre d'origine en informent les autorités de l'État membre d'accueil.



### Article 18

1. Toute entreprise d'investissement qui désire exercer pour la première fois ses activités sur le territoire d'un autre État membre par voie de la libre prestation de services notifie aux autorités compétentes de l'État membre d'origine:

— l'État membre dans lequel elle envisage d'opérer,

— un programme d'activité, dans lequel seront notamment indiqués le ou les services d'investissement qu'elle envisage de fournir.

2. Les autorités compétentes de l'État membre d'origine communiquent aux autorités compétentes de l'État membre d'accueil la notification visée au paragraphe 1, dans un délai d'un mois à compter de la réception de celle-ci. L'entreprise d'investissement peut alors commencer à fournir le ou les services d'investissement en question dans l'État membre d'accueil.

Les autorités compétentes de l'État membre d'accueil indiquent, le cas échéant, dès réception de la notification visée au paragraphe 1, à l'entreprise d'investissement les conditions, y compris les règles de conduite, auxquelles, pour des raisons d'intérêt général, les prestataires des services d'investissement en question doivent se conformer dans l'État membre d'accueil.

3. En cas de modification du contenu des informations notifiées conformément au paragraphe 1 deuxième tiret, l'entreprise d'investissement notifiée, par écrit, cette modification aux autorités compétentes de l'État membre d'origine et de l'État membre d'accueil avant d'effectuer le changement, pour que les autorités compétentes de l'État membre d'accueil puissent, le cas échéant, indiquer à l'entreprise tout changement ou complément par rapport aux informations communiquées conformément au paragraphe 2.

### Article 19

1. Les États membres d'accueil peuvent exiger, à des fins statistiques, que toute entreprise d'investissement ayant une succursale sur leur territoire adresse à leurs autorités compétentes un rapport périodique sur les opérations qu'elle a effectuées sur leur territoire.

Pour l'exercice des responsabilités qui leur incombent au titre de la conduite de la politique monétaire, sans préjudice des mesures nécessaires pour le renforcement du système monétaire européen, les États membres d'accueil peuvent exiger, sur leur territoire, de toutes succursales d'entreprises d'investissement originaires d'autres États membres les informations qu'ils exigent à cette fin des entreprises d'investissement nationales.

2. Pour l'exercice des responsabilités qui leur incombent au titre de la présente directive, les États membres d'accueil peuvent exiger des succursales des entreprises d'investissement les mêmes informations qu'ils exigent à cette fin des entreprises nationales.

Les États membres d'accueil peuvent exiger des entreprises d'investissement opérant en libre prestation de services sur leur territoire les informations nécessaires pour contrôler le respect par ces entreprises des normes des États membres d'accueil qui leur sont applicables, sans que ces exigences ne puissent excéder celles que ces mêmes États membres imposent aux entreprises établies pour le contrôle du respect de ces mêmes normes.

3. Lorsque les autorités compétentes de l'État membre d'accueil constatent qu'une entreprise d'investissement ayant une succursale ou opérant en prestation de services sur leur territoire ne respecte pas les dispositions législatives ou réglementaires arrêtrées dans cet État en application des dispositions de la présente directive qui comportent une compétence des autorités compétentes de l'État membre d'accueil, elles exigent que l'entreprise d'investissement concernée mette fin à cette situation irrégulière.

4. Si l'entreprise d'investissement concernée ne fait pas le nécessaire, les autorités compétentes de l'État membre d'accueil en informent les autorités compétentes de l'État membre d'origine. Celles-ci prennent, dans les plus brefs délais, toutes les mesures appropriées pour que l'entreprise d'investissement concernée mette fin à cette situation irrégulière. La nature de ces mesures est communiquée aux autorités compétentes de l'État membre d'accueil.

5. Si, en dépit des mesures ainsi prises par l'État membre d'origine ou parce que ces mesures se révèlent inadéquates ou font défaut dans cet État, l'entreprise d'investissement persiste à enfreindre les dispositions législatives ou réglementaires visées au paragraphe 3 qui sont en vigueur dans l'État membre d'accueil, ce dernier peut, après en avoir informé les autorités compétentes de l'État membre d'origine, prendre les mesures appropriées pour prévenir ou sanctionner de nouvelles irrégularités et, au besoin, empêcher cette entreprise d'investissement d'effectuer de nouvelles opérations sur son territoire. Les États membres veillent à ce que, sur leur territoire, les pièces nécessaires pour l'adoption de telles mesures puissent être signifiées aux entreprises d'investissement.

6. Les dispositions précédentes n'affectent pas le pouvoir des États membres d'accueil de prendre des mesures appropriées pour prévenir ou sanctionner, sur leur territoire, les actes qui sont contraires aux règles de conduite adoptées en application de l'article 11 ainsi qu'aux autres dispositions législatives ou réglementaires qu'ils ont arrêtrées pour des raisons d'intérêt général. Cela inclut la possibilité d'empêcher une entreprise d'investissement en infraction d'effectuer de nouvelles opérations sur leur territoire.

7. Toute mesure prise en application des paragraphes 4, 5 et 6, et qui comporte des sanctions ou des restrictions aux activités d'une entreprise d'investissement, doit être dûment motivée et communiquée à l'en-

entreprise d'investissement concernée. Elle peut faire l'objet d'un recours juridictionnel dans l'État membre qui l'a prise.

8. Avant d'appliquer la procédure prévue aux paragraphes 3, 4 et 5, les autorités compétentes de l'État membre d'accueil peuvent, en cas d'urgence, prendre les mesures conservatoires nécessaires pour protéger les intérêts des investisseurs et des autres personnes auxquelles des services sont fournis. La Commission et les autorités compétentes des autres États membres concernées doivent être informées de ces mesures dans les plus brefs délais.

La Commission, après consultation des autorités compétentes des États membres intéressés, peut décider que l'État membre concerné doit modifier ou supprimer ces mesures.

9. En cas de retrait de l'agrément, les autorités compétentes de l'État membre d'accueil en sont informées et prennent les mesures appropriées pour empêcher l'entreprise d'investissement concernée d'effectuer de nouvelles opérations sur leur territoire et pour sauvegarder les intérêts des investisseurs. Tous les deux ans, la Commission adresse sur ces cas un rapport à un comité qui sera institué ultérieurement dans le domaine des valeurs mobilières.

10. Les États membres communiquent à la Commission le nombre et la nature des cas dans les quels il y a eu refus, en application de l'article 17, ou dans lesquels des mesures ont été prises conformément au paragraphe 5. Tous les deux ans, la Commission adresse sur ces cas un rapport à un comité qui sera institué ultérieurement dans le domaine des valeurs mobilières.

#### Article 20

1. Afin d'assurer que les autorités compétentes pour les marchés et pour la surveillance puissent disposer des informations nécessaires à l'exercice de leurs missions, les États membres d'origine exigent au moins:

a) sans préjudice des dispositions prises en exécution de l'article 10, que les entreprises d'investissement conservent à la disposition des autorités pendant cinq ans au moins: les données pertinentes sur les transactions relatives aux services visés à l'article 14 paragraphe 1 qu'elles ont effectuées sur des instruments négociés sur un marché réglementé, que ces transactions aient eu lieu sur un marché réglementé ou non;

b) que les entreprises d'investissement déclarent à une autorité compétente de leur État membre d'origine toutes les transactions visées au point a), lorsque ces transactions portent sur:

- des actions ou d'autres instruments donnant accès au capital,
- des obligations ou d'autres instruments équivalent à des obligations,

- des contrats à terme standardisés portant sur des actions,

- des options standardisées portant sur des actions.

Cette déclaration doit être à la disposition de l'autorité le plus tôt possible. Le délai est fixé par l'autorité. Il peut être prorogé jusqu'à la fin du prochain jour ouvrable lorsque des raisons de service ou des raisons pratiques le justifient, mais il ne doit en aucun cas dépasser cette limite.

La déclaration doit comporter notamment le nom et le nombre des instruments achetés ou vendus, la date et l'heure de la transaction, le prix de la transaction et la possibilité d'identifier l'entreprise d'investissement.

Les États membres d'origine peuvent prévoir que l'obligation visée au présent point b) ne s'applique, en ce qui concerne les obligations et les titres équivalent à des obligations, qu'à l'ensemble des transactions portant sur le même instrument.

2. Lorsque l'entreprise d'investissement effectue une transaction sur un marché réglementé d'un État membre d'accueil, l'État membre d'origine peut renoncer à ses propres exigences en matière de déclaration si l'entreprise d'investissement est tenue à des exigences équivalentes de déclaration concernant la même transaction aux autorités dont relève ce marché.

3. Les États membres prévoient que les déclarations visées au paragraphe 1 point b) sont effectuées soit par l'entreprise d'investissement elle-même ou par un système de confrontation des ordres (*trade matching system*), soit par l'intermédiaire des autorités d'une bourse de valeurs ou d'un autre marché réglementé.

4. Les États membres veillent à ce que l'information disponible au titre du présent article soit aussi disponible pour une bonne application de l'article 23.

5. Chaque État membre peut, d'une manière non discriminatoire, adopter ou maintenir dans le domaine régi par le présent article des dispositions plus strictes quant au fond et quant à la forme sur la conservation et la déclaration de données relatives aux transactions:

- effectuées sur un marché réglementé dont il est l'État membre d'origine

ou

- réalisées par des entreprises d'investissement dont il est l'État membre d'origine.

#### Article 21

1. Afin de permettre aux investisseurs d'apprécier à tout moment les termes d'une transaction qu'ils envisagent et de vérifier *a posteriori* les conditions dans lesquelles elle a été exécutée, chaque autorité compétente prend, pour chacun des marchés réglementés qu'elle a inscrits sur la liste prévue à l'article 16, des mesures pour fournir

aux investisseurs les informations visées au paragraphe 2. Conformément aux obligations énoncées au paragraphe 2, les autorités compétentes fixent la forme et les délais précis dans lesquels l'information doit être fournie, ainsi que les moyens par lesquels cette information doit être rendue disponible, compte tenu de la nature, de la taille et des besoins du marché concerné et des investisseurs qui opèrent sur ce marché.

2. Les autorités compétentes exigent pour chaque instrument au moins:

a) la publication, au début de chaque jour de fonctionnement du marché, du prix moyen pondéré, du prix le plus élevé, du prix le moins élevé et du volume négocié sur le marché réglementé en question au cours de l'entière journée de fonctionnement précédente;

b) en outre, pour les marchés continus fondés sur la confrontation des ordres et pour les marchés à prix affichés, la publication:

— à la fin de chaque heure de fonctionnement du marché, du prix moyen pondéré et du volume négocié sur le marché réglementé en question pendant une période de fonctionnement de six heures se terminant de telle manière, qu'il y ait, avant la publication, un intervalle de deux heures de fonctionnement du marché

et,

— toutes les vingt minutes, du prix moyen pondéré, du prix le plus élevé et du prix le moins élevé, sur le marché réglementé en question, calculé sur une période de fonctionnement de deux heures se terminant de telle manière qu'il y ait, avant la publication, un intervalle d'une heure de fonctionnement du marché.

Lorsque les investisseurs ont accès au préalable à l'information sur les prix et les quantités auxquels des transactions peuvent être engagées:

i) une telle information doit être disponible à tout moment pendant les heures de fonctionnement du marché;

ii) les termes annoncés pour un prix et une quantité déterminés doivent être les termes selon lesquels l'investisseur peut effectuer une telle transaction.

Les autorités compétentes peuvent retarder ou suspendre la publication lorsque cela s'avère justifié par des conditions de marchés exceptionnelles ou encore, dans le cas de marchés de petite taille, pour préserver l'anonymat des entreprises et des investisseurs. Les autorités compétentes peuvent appliquer des dispositions spéciales dans le cas de transactions exceptionnelles de très grandes dimensions par rapport à la taille moyenne des transactions sur le titre concerné dans ce marché ou de titres très illiquides définis selon des critères objectifs et rendus publics. Les autorités compétentes peuvent en outre appliquer des dispositions plus souples, notamment quant aux délais de publication, en ce qui concerne les transactions sur obligations ou sur instruments équivalant à des obligations.

3. Chaque État membre peut adopter ou maintenir, dans le domaine régi par le présent article, des dispositions plus strictes ou des dispositions complémentaires quant au fond et quant à la forme sur les informations devant être fournies aux investisseurs concernant les transactions effectuées sur les marchés réglementés dont il est l'État membre d'origine, à condition que ces dispositions soient applicables quel que soit l'État membre où est situé l'émetteur de l'instrument financier ou l'État membre sur le marché réglementé duquel l'instrument a été coté pour la première fois.

4. Au plus tard le 31 décembre 1997, la Commission fait un rapport sur l'application du présent article; le Conseil, statuant à la majorité qualifiée sur proposition de la Commission, peut décider de modifier cet article.

## TITRE VI

### Autorités chargées de l'octroi de l'agrément et de la surveillance

#### Article 22

1. Les États membres désignent les autorités compétentes qui doivent exercer les fonctions prévues par la présente directive. Ils en informent la Commission, en indiquant toute répartition éventuelle de ces fonctions.

2. Les autorités visées au paragraphe 1 doivent être soit des autorités publiques soit des organismes reconnus par le droit national ou par des autorités publiques expressément habilitées à cette fin par la loi nationale.

3. Les autorités concernées doivent disposer de tous les pouvoirs nécessaires pour accomplir leur mission.

#### Article 23

1. Lorsqu'il y a plusieurs autorités compétentes dans le même État membre, elles collaborent étroitement dans la surveillance des activités des entreprises d'investissement qui opèrent dans cet État membre.

2. Les États membres veillent à ce qu'une telle collaboration s'instaure entre ces autorités compétentes et les autorités publiques chargées de surveiller les marchés financiers, les établissements de crédit et autres établissements financiers, et les entreprises d'assurance, en ce qui concerne les organismes surveillés par ces différentes autorités.

3. Lorsque, par voie de prestation de services ou par la création de succursales, des entreprises d'investissement opèrent dans un ou plusieurs États membres autres que leur État membre d'origine, les autorités compétentes de tous les États membres concernés collaborent étroitement afin d'assumer plus efficacement leurs responsabilités respectives dans les domaines couverts par la présente directive.

Elles se communiquent sur demande toutes les informations concernant la gestion et la structure de propriété de ces entreprises d'investissement qui sont de nature à faciliter leur surveillance, ainsi que toutes les informations qui sont de nature à rendre plus aisé le contrôle de ces entreprises. En particulier, les autorités de l'État membre d'origine coopèrent afin d'assurer la collecte par les autorités de l'État membre d'accueil des informations visées à l'article 19 paragraphe 2.

Dans la mesure où cela s'avère nécessaire pour l'exercice de leurs pouvoirs de contrôle, les autorités compétentes de l'État membre d'origine sont informées par les autorités compétentes de l'État membre d'accueil de toute mesure qui comporte des sanctions imposées à une entreprise d'investissement ou des restrictions aux activités d'une entreprise d'investissement, prise par l'État membre d'accueil en application de l'article 19 paragraphe 6.

#### Article 24

1. Les États membres d'accueil veillent à ce que, lorsqu'une entreprise d'investissement agréée dans un autre État membre exerce ses activités dans l'État membre d'accueil par le biais d'une succursale, les autorités compétentes de l'État membre d'origine puissent, après en avoir informé les autorités compétentes de l'État membre d'accueil, procéder elles-mêmes ou par l'intermédiaire de personnes qu'elles mandatent à cet effet à la vérification sur place des informations visées à l'article 23 paragraphe 3.

2. Les autorités compétentes de l'État membre d'origine peuvent également demander aux autorités compétentes de l'État membre d'accueil que cette vérification soit effectuée. Dans le cadre de leurs compétences, les autorités qui ont reçu cette demande doivent y donner suite, soit en procédant elles-mêmes à cette vérification, soit en permettant aux autorités qui ont présenté la demande d'y procéder, soit en permettant qu'un commissaire aux comptes ou un expert y procède.

3. Le présent article ne porte pas préjudice au droit des autorités compétentes de l'État membre d'accueil de procéder, dans l'exercice des responsabilités qui leur incombent au titre de la présente directive, à la vérification sur place des succursales établies sur leur territoire.

#### Article 25

1. Les États membres prévoient que toutes les personnes exerçant, ou ayant exercé, une activité pour les autorités compétentes, ainsi que les commissaires aux comptes ou les experts mandatés par les autorités compétentes, sont tenus au secret professionnel. Cela implique que les informations confidentielles qu'ils reçoivent à titre professionnel ne peuvent être divulguées à quelque personne ou autorité que ce soit, excepté sous une forme sommaire ou agrégée, de façon à ce que les entreprises d'investissement individuelles ne puissent pas être identifiées, sans préjudice des cas relevant du droit pénal.

Néanmoins, lorsqu'une entreprise d'investissement a été déclarée en faillite ou que sa liquidation forcée a été ordonnée par un tribunal, les informations confidentielles qui ne concernent pas les tiers impliqués dans les tentatives de sauvetage peuvent être divulguées dans le cadre de procédures civiles ou commerciales.

2. Le paragraphe 1 ne fait pas obstacle à ce que les autorités compétentes des différents États membres procèdent aux échanges d'informations prévus par la présente directive et les autres directives applicables aux entreprises d'investissement. Ces informations sont soumises au secret professionnel visé au paragraphe 1.

3. Les États membres ne peuvent conclure des accords de coopération prévoyant l'échange d'informations avec les autorités compétentes de pays tiers que pour autant que les informations communiquées bénéficient de garanties de secret professionnel au moins équivalentes à celles visées au présent article.

4. Les autorités compétentes qui, au titre des paragraphes 1 ou 2, reçoivent des informations confidentielles ne peuvent les utiliser que dans l'exercice de leurs fonctions:

- pour vérifier que les conditions d'accès à l'activité des entreprises d'investissement sont remplies et pour faciliter le contrôle, sur une base individuelle ou sur une base consolidée, des conditions de l'exercice de l'activité, en particulier en ce qui concerne les exigences relatives à l'adéquation des fonds propres prévues par la directive 93/6/CEE, l'organisation administrative et comptable ainsi que les mécanismes de contrôle interne

ou

- pour l'imposition de sanctions

ou

- dans le cadre d'un recours administratif contre une décision des autorités compétentes

ou

- dans les actions en justice intentées conformément à l'article 26.

5. Les paragraphes 1 et 4 ne font pas obstacle à l'échange d'informations:

- a) à l'intérieur d'un même État membre, lorsqu'il y existe plusieurs autorités compétentes,

ou

- b) tant à l'intérieur d'un État membre qu'entre États membres, entre les autorités compétentes et

- les autorités investies de la mission publique de surveillance des établissements de crédit, des autres institutions financières et des entreprises d'assurances ainsi que les autorités chargées de la surveillance des marchés financiers,

- les organes chargés de la liquidation et de la faillite des entreprises d'investissement et d'autres procédures similaires

ou

- les personnes chargées du contrôle légal des comptes des entreprises d'investissement et des autres établissements financiers,

pour l'accomplissement de leur mission de surveillance, non plus qu'à la transmission, aux organismes chargés de la gestion de systèmes d'indemnisation, des informations nécessaires à l'accomplissement de leur fonction. Ces informations sont soumises au secret professionnel visé au paragraphe 1.

6. Les dispositions du présent article ne font pas davantage obstacle à ce qu'une autorité compétente transmette aux banques centrales qui n'exercent pas le contrôle individuel des établissements de crédit ou des entreprises d'investissement les informations qui leur sont nécessaires en tant qu'autorités monétaires. Les informations reçues dans ce cadre sont soumises au secret professionnel visé au paragraphe 1.

7. Les dispositions du présent article ne font pas obstacle à ce que les autorités compétentes communiquent l'information visée aux paragraphes 1 à 4 à une chambre de compensation ou autre organisme similaire reconnu par la loi nationale pour assurer des services de compensation ou de règlement des contrats sur un des marchés de leur État membre, si elles considèrent qu'une telle communication est nécessaire afin de garantir le fonctionnement régulier de ces organismes par rapport à des manquements, même potentiels, d'un intervenant sur ce marché. Les informations reçues dans ce cadre sont soumises au secret professionnel mentionné au paragraphe 1. Les États membres veillent toutefois à ce que les informations reçues en vertu du paragraphe 2 ne puissent être divulguées, dans le cas visé au présent paragraphe, sans le consentement exprès des autorités compétentes qui ont divulgué les informations.

8. En outre, nonobstant les dispositions visées aux paragraphes 1 et 4, les États membres peuvent autoriser, en vertu de dispositions législatives, la communication de certaines informations à d'autres départements de leurs administrations centrales responsables de la législation concernant la surveillance des établissements de crédit, des établissements financiers, des entreprises d'investissement et des entreprises d'assurance, ainsi qu'aux inspecteurs mandatés par ces départements.

Ces informations ne peuvent toutefois être fournies que lorsque cela s'avère nécessaire pour des raisons de contrôle prudentiel.

Toutefois, les États membres prévoient que les informations reçues au titre des paragraphes 2 et 5 et celles obtenues au moyen des vérifications sur place visées à l'article 24 ne peuvent jamais faire l'objet des communications visées au présent paragraphe, sauf accord explicite des autorités compétentes qui ont communiqué les informations ou des autorités compétentes de l'État membre où la vérification sur place a été effectuée.

9. Si un État membre prévoit, au moment de l'adoption de la présente directive, des échanges d'informations d'une autorité à l'autre aux fins du contrôle du respect

des lois en matière de surveillance prudentielle, en matière d'organisation, de fonctionnement et de comportement des sociétés commerciales, et des réglementations des marchés financiers, cet État membre peut, dans l'attente d'une coordination de l'ensemble des dispositions régissant l'échange d'informations entre autorités pour tout le secteur financier et, en tout cas, jusqu'au 1<sup>er</sup> juillet 1996 au plus tard, continuer à autoriser une telle transmission.

Les États membres veillent toutefois à ce que, lorsque les informations proviennent d'un autre État membre, elles ne puissent être divulguées dans les conditions visées au premier alinéa sans l'assentiment exprès des autorités compétentes qui ont divulgué lesdites informations et elles ne soient utilisées qu'aux fins pour lesquelles ces dernières autorités ont marqué leur accord.

Le Conseil procède à la coordination visée au premier alinéa, sur la base d'une proposition de la Commission. Le Conseil prend acte du fait que la Commission indique qu'elle lui présentera des propositions à cet effet au plus tard le 31 juillet 1993. Le Conseil se prononcera dans les plus brefs délais, l'objectif recherché étant que la réglementation faisant l'objet de ces propositions devienne applicable à la date de mise en application de la présente directive.

#### Article 26

Les États membres veillent à ce que les décisions prises à l'égard d'une entreprise d'investissement en application des dispositions législatives, réglementaires et administratives arrêtées conformément à la présente directive puissent faire l'objet d'un recours juridictionnel; il en est de même au cas où il n'aurait pas été statué, dans les six mois qui ont suivi son introduction, sur une demande d'agrément comportant tous les éléments requis par les dispositions en vigueur.

#### Article 27

Sans préjudice des procédures de retrait de l'agrément et des dispositions du droit pénal, les États membres prévoient que leurs autorités compétentes respectives peuvent, à l'encontre des entreprises d'investissement qui enfreignent les dispositions législatives, réglementaires ou administratives régissant la surveillance ou l'exercice de leurs activités, ou à l'encontre de ceux qui contrôlent effectivement les activités de ces entreprises, adopter des mesures ou infliger des sanctions visant expressément à mettre fin aux infractions constatées ou à leurs causes.

#### Article 28

Les États membres veillent à ce qu'aucune discrimination ne soit opérée dans l'application des dispositions de la présente directive.

## TITRE VII

### Dispositions finales

#### Article 29

D'ici l'adoption d'une nouvelle directive définissant les dispositions relatives à l'adoption de la présente directive au progrès technique dans les domaines énumérés ci-après, le Conseil, conformément à la décision 87/373/CEE<sup>(1)</sup>, procède, en statuant à la majorité qualifiée sur proposition de la Commission, à l'adoption des adaptations éventuellement nécessaires concernant:

- l'extension du contenu de la liste figurant à la section C de l'annexe,
- l'adaptation de la terminologie des listes figurant à l'annexe en vue de tenir compte de l'évolution des marchés financiers,
- les domaines dans lesquels les autorités compétentes doivent échanger des informations, tels qu'ils sont énumérés à l'article 23,
- la clarification des définitions en vue d'assurer une mise en application uniforme de la présente directive dans la Communauté,
- la clarification des définitions en vue de tenir compte, dans l'application de la présente directive, de l'évolution des marchés financiers,
- l'alignement de la terminologie et la formulation des définitions en fonction des mesures ultérieures concernant les entreprises d'investissement et les domaines connexes,
- les autres tâches prévues par l'article 7 paragraphe 5.

#### Article 30

1. Les entreprises d'investissement déjà autorisées dans leur État membre d'origine à fournir des services d'investissement avant le 31 décembre 1995 sont réputées agréées aux fins de la présente directive si la législation de cet État membre a subordonné leur accès à l'activité au respect de conditions équivalentes à celles qui sont énoncées à l'article 3 paragraphe 3 et à l'article 4.

2. Les entreprises d'investissement qui exercent déjà leur activité le 31 décembre 1995 et qui ne font pas partie de celles visées au paragraphe 1 peuvent continuer à l'exercer à condition d'obtenir, avant le 31 décembre 1996, en vertu des dispositions de l'État membre d'origine, l'autorisation de poursuivre l'activité conformément aux dispositions adoptées en application de la présente directive.

Seul l'octroi de cette autorisation permettra à ces entreprises de bénéficier des dispositions de la présente directive en matière de liberté d'établissement et de prestation de services.

3. Si les entreprises d'investissement ont commencé, avant la date d'adoption de la présente directive, à exercer leur activité dans d'autres États membres par le biais de succursales ou par voie de prestation de services, les autorités de l'État membre d'origine communiquent, au sens de l'article 17 paragraphes 1 et 2 et de l'article 18, entre le 1<sup>er</sup> juillet et le 31 décembre 1995, aux autorités de chacun des autres États membres concernés, la liste des entreprises qui respectent les dispositions de la présente directive et qui exercent leur activité dans les États précités en précisant quelle est l'activité exercée.

4. Les personnes physiques qui, à la date de l'adoption de la présente directive, sont agréées dans un État membre pour offrir des services d'investissement sont considérées comme agréées au sens de la présente directive, à condition qu'elles remplissent les conditions visées à l'article 1<sup>er</sup> point 2 deuxième alinéa deuxième tiret et aux quatre tirets de l'article 1<sup>er</sup> point 2 troisième alinéa.

#### Article 31

Les États membres adoptent au plus tard le 1<sup>er</sup> juillet 1995 les dispositions législatives, réglementaires et administratives nécessaires pour se conformer à la présente directive.

Ces dispositions entrent en vigueur au plus tard le 31 décembre 1995. Les États membres en informent immédiatement la Commission.

Lorsque les États membres adoptent les dispositions visées au premier alinéa, celles-ci contiennent une référence à la présente directive ou sont accompagnées d'une telle référence lors de leur publication officielle. Les modalités de cette référence sont arrêtées par les États membres.

#### Article 32

Les États membres sont destinataires de la présente directive.

Fait à Bruxelles, le 10 mai 1993.

Par le Conseil  
Le président  
N. HELVEG PETERSEN

(1) JO n° L 197 du 18. 7. 1987, p. 33.

## ANNEXE

### SECTION A

#### Services

1. a) Réception et transmission, pour le compte d'investisseurs, d'ordres portant sur un ou plusieurs instruments visés à la section B.  
b) Exécution de ces ordres pour le compte de tiers.
2. Négociation pour compte propre de tout instrument visé à la section B.
3. Gestion, sur une base discrétionnaire et individualisée, de portefeuilles d'investissement dans le cadre d'un mandat donné par les investisseurs lorsque ces portefeuilles comportent un ou plusieurs des instruments visés à la section B.
4. Prise ferme en ce qui concerne les émissions de tout ou partie des instruments visés à la section B et/ou placement de ces émissions.

### SECTION B

#### Instruments

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

### SECTION C

#### Services auxiliaires

1. Conservation et administration pour un ou plusieurs instruments énumérés à la section B.
2. Location de coffres.
3. Octroi de crédits ou de prêts à un investisseur pour lui permettre d'effectuer une transaction sur un ou plusieurs instruments énumérés à la section B, transaction dans laquelle intervient l'entreprise qui octroie le crédit ou le prêt.
4. Conseil aux entreprises en matière de structure du capital, de stratégie industrielle et de questions connexes et conseils ainsi que services concernant les fusions et le rachat d'entreprises.
5. Services liés à la prise ferme.
6. Conseils en investissement portant sur un ou plusieurs instruments énumérés à la section B.
7. Service de change lorsque ce service est lié à la fourniture de services d'investissement.