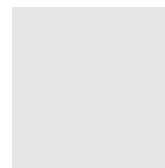


Nouvelles règles de concentration des ordres sur les marchés réglementés

La Bourse de Paris a su trouver l'équilibre entre la pure cotation régie par les prix et celle régie par les ordres. Les dérogations à l'unité du prix des opérations permettent au marché parisien de réaliser des opérations de gré à gré dans des conditions relativement simples. En pratique, l'utilisation de la technique des blocs structurants comme moyen permettant de «s'affranchir» du cours du marché central tendra naturellement à être remplacée par la mise en œuvre des cas de dérogations de l'article 4-1-32 du règlement du CMF.

Hubert de Vauplane
Direction
des affaires juridiques
Banque Paribas



Loin d'abolir l'ancien monopole dont bénéficiaient les agents de change puis les sociétés de bourse, la loi de modernisation des activités financières (MAF) du 2 juillet 1996 a instauré une double obligation d'intermédiation et de concentration sur les marchés réglementés. L'objectif est de protéger l'épargne publique en obligeant l'épargnant à réaliser ses opérations, d'une part, par l'intermédiaire de professionnels dûment habilités, et d'autre part, sur un marché réglementé*. Ces deux obligations sont la conséquence du principe général selon lequel «il est interdit à toute personne autre qu'un prestataire de services d'investissement** de fournir à des tiers des services d'investissement à titre de profession habituelle» (article 21 de la loi MAF) (1). Néanmoins des dérogations existent pour chacune de ces deux obligations.

Obligation d'intermédiation

L'obligation d'intermédiation prévue à l'article 43 de la loi MAF oblige toute personne – physique ou morale de droit privé ou de droit public – qui souhaite procéder à une négociation ou une cession sur un instrument financier admis aux négociations sur un marché réglementé français (2) à passer son ordre auprès d'un prestataire de services d'investissement, ou un membre du marché lorsqu'il est effectué sur un marché réglementé. L'article 43 de la loi précitée met donc en place un monopole au profit d'une catégorie de professionnels ayant la qualité de «prestataire de services d'investissement».

Valeurs et instruments concernés - La règle vise tant les opérations réalisées de gré à gré que sur un marché réglementé. Dans le premier cas, l'opération peut être effectuée auprès de tout prestataire de services d'investissement, alors que dans le second cas elle doit l'être auprès d'un membre du marché réglementé. Or, tous les prestataires de services d'investissement ne sont pas automatiquement membres d'un tel marché, loin de là. En

pratique, les ex-sociétés de bourse sont bien membres d'un marché réglementé (généralement un ou plusieurs de ceux gérés par la SBF-Bourse de Paris), alors que les établissements de crédit ne le sont que rarement (sauf en ce qui concerne le Matif).

• La règle vise aussi bien la «cession» que la «négociation» d'instruments financiers (3). En général, une cession correspond à une opération effectuée de gré à gré. La négociation, pour sa part, répond à différentes acceptions. La première signifie une transmission d'un titre selon le mode simplifié du droit commercial, c'est-à-dire sans le recours à la formalité de l'article 1690 du code civil. Ce n'est pas le sens qui nous retient ici. La seconde définition s'entend d'une opération consistant à mettre en rapport les vendeurs et les acheteurs, c'est-à-dire en une vente avec un intermédiaire, notamment lorsqu'intervient un membre de la bourse. Une négociation correspond généralement à une opération réalisée sur un marché réglementé.

Concrètement, les opérations portant sur les titres qualifiés de «valeurs mobilières» (actions, obligations simples ou complexes, warrants...) inscrits

* L'étude complète sera publiée dans *Banque & Droit* n° 58 de mars-avril 1998.

** Cette notion comprend les entreprises d'investissement ex-sociétés de bourse et sociétés de gestion de portefeuille, et les établissements de crédit habilités à fournir des services d'investissement, y compris les intermédiaires étrangers qui agissent en France au titre de la libre prestation de services.

sur le premier, le second marché ou le Nouveau marché de la Bourse de Paris, ainsi que tous les instruments financiers à terme négociés sur un marché réglementé (Matif, Monep) doivent être effectués par l'intermédiaire d'un prestataire de services d'investissement ou d'un membre du marché réglementé, selon le cas. Inversement, tous les autres instruments financiers échappent à ce monopole : il s'agit notamment de tous les produits dérivés tels que swaps, options de change ou de taux, dérivés de crédit et généralement tous instruments à terme non négociés sur le Matif ou le Monep, mais aussi tous les «titres» non négociés sur un marché, comme les actions et titres donnant accès directement ou indirectement au capital d'une société «non cotée», les obligations simples ou complexes «non cotées», mais aussi de toutes les actions et parts d'Opcvm dès lors qu'elles ne sont pas «cotées». Après un long débat lors des discussions parlementaires, il convient de souligner que les OAT sont aussi soumises à l'obligation d'intermédiation (article 43-I).

En définitive, le monopole actuel des prestataires de services d'investissement correspond à celui dont bénéficiaient les sociétés de bourse.

Six exceptions - L'article 43-II de la loi MAF précitée contient six exceptions au monopole d'intermédiation, toutes ne concernant que les opérations réalisées sous forme de «cession». Ne sont pas soumises à l'obligation d'intermédiation les cessions effectuées entre :

- deux personnes physiques, lorsqu'elles portent sur des valeurs mobilières ; toutes les cessions sur des instruments non qualifiés de valeurs mobilières comme les contrats Matif ou Monep, par exemple, restent soumises à l'entremise d'un prestataire de services d'investissement ou d'un membre d'un marché réglementé ;
- deux sociétés, lorsque l'une d'elles possède directement ou indirectement au moins 20 % du capital de l'autre ;
- une personne morale autre qu'une société et une société lorsque la personne morale possède directement ou indirectement au moins 20 % du capital de la société ;
- deux sociétés contrôlées (au sens de l'article 355-1 de la loi du 24 juillet 1966) par une même société ; cette exception, nouvelle par rapport au texte de 1988, autorise toutes les opérations à l'intérieur d'un même groupe de sociétés ;

«La DSI prévoit un certain nombre d'exceptions permettant à un investisseur de réaliser son opération en dehors d'un marché réglementé. La France, comme d'autres pays, a opté pour cette faculté.»

- sociétés d'assurance appartenant au même groupe ;
- personnes morales et organismes de retraite ou de prévoyance dont elles assurent la gestion.

Les sanctions - La violation de cette obligation d'intermédiation est sanctionnée au plan civil par la nullité de l'opération. Cette nullité est d'ordre public que tout intéressé peut demander. Par ailleurs, au plan pénal, l'article 82 de la loi MAF punit d'une peine de trois ans d'emprisonnement et de 2 500 000 francs d'amende le fait, soit de fournir des services d'investissement à des tiers à titre de profession habituelle sans y avoir été autorisée dans les conditions prévues à l'article 11 - c'est-à-dire en disposant d'un agrément du CECEI - soit d'effectuer des négociations ou des cessions sur le territoire national, en dehors des six exceptions mentionnées sur des instruments financiers admis aux négociations d'un marché réglementé et sans recourir à un prestataire de services d'investissement.

Obligation de concentration : marchés réglementés et de gré à gré

L'obligation de concentration, insérée à l'article 45 de la loi MAF, est une particularité issue de la directive n° 93.22.CEE du 10 mai 1993 relative aux services d'investissement (DSI). L'objectif est d'obliger les opérations portant sur des instruments financiers cotés à se réaliser sur ce marché, et non de gré à gré. Cette notion est apparue lors des négociations de la directive à la demande des États membres bénéficiant d'un monopole au profit d'intermédiaires spécialisés (les agents de change en France, et leurs «cousins» dans les pays latins). Cette notion de concentration permet ainsi de placer sur un même plan les opérations réalisées sur un marché de gré à gré de celles effectuées sur un marché réglementé.

Conformément à la DSI, la mise en œuvre de l'obligation de concentration résulte d'un choix au niveau de chaque État membre. Cependant, lorsque cette option est retenue, la

DSI prévoit un certain nombre d'exceptions permettant à un investisseur de réaliser son opération en dehors d'un marché réglementé. La France, comme d'autres pays (4), a opté pour cette faculté. L'article 45 de la loi MAF prévoit que les «*transactions sur un instrument financier admis aux négociations sur un marché réglementé, réalisées au profit d'un investisseur résidant habituellement ou établi en France, par un prestataire de services d'investissement agréé ou exerçant en France par voie de libre prestation de services ou de libre établissement, sont nulles si elles ne sont pas effectuées sur un marché réglementé d'un État participant à l'accord sur l'Espace économique européen*». La règle est donc clairement mentionnée : toutes les opérations pour compte de tiers résident (l'emploi du terme «transaction», s'il est mal choisi dans sa terminologie juridique (5), se comprend par «opération» et donc «négociations» et «cessions») portant sur des instruments «cotés» doivent être réalisées, sauf dérogation, sur un marché réglementé en France ou dans un autre État participant à l'EEE.

Comme pour l'obligation d'intermédiation, la violation de cette règle est sanctionnée par la nullité de l'opération. Toutefois, il n'y a pas de sanctions pénales. Les opérations pour compte propre réalisées par les intermédiaires habilités échappent à l'obligation de concentration (6). De même, les opérations effectuées au profit d'un investisseur qui ne réside pas habituellement en France ou qui ne dispose pas d'un établissement en France ne sont pas soumises à l'obligation de concentration. Enfin, il reste possible à un investisseur de déroger à cette concentration en confiant son ordre à un intermédiaire n'exerçant pas, en France, l'activité d'exécution d'ordres pour compte de tiers.

Les dérogations prévues - L'article 45 de la loi MAF poursuit : «*Par dérogation aux dispositions de l'alinéa précédent, les transactions qui y sont visées peuvent être effectuées en dehors d'un marché réglementé si la demande en est faite par des investisseurs résidant habituellement ou établis sur le territoire de la France métropolitaine et des*

Dérogation à la concentration : différences actions-obligations

Le règlement du CMF autorise une dérogation à la centralisation des ordres pour les seuls instruments financiers ayant la forme soit d'actions ou de titres donnant accès directement ou non au capital ou aux droits de vote, soit de titres de créances. Autrement dit, sont visés les instruments mentionnés au 1° et 2° de l'article 1^{er} de la loi MAF. Les instruments financiers à terme ne figurent pas dans la liste des exceptions, ce qui est normal puisque, dès lors que l'on négocie un contrat Monep ou Matif en dehors de ces marchés, ceux-ci perdent leur qualité de contrat Monep ou Matif du fait qu'ils ne sont pas enregistrés par la Chambre de compensation. D'un point de vue pratique, il convient de distinguer la

situation applicable pour les actions et titres assimilés et celle pour les obligations.

- Dans le premier cas, le volume de transactions au-delà duquel une opération peut être effectuée de gré à gré est fixé à 50 millions de francs ou à 2 % de la capitalisation boursière pour les émetteurs dont celle-ci est égale ou supérieure à 1 milliard de francs, ou à 5 % de cette capitalisation lorsque celle-ci est inférieure à 1 milliard. La demande de l'investisseur doit être exprimée par écrit, opération par opération. Toutefois, lorsque l'investisseur est un «professionnel», cette demande peut être effectuée par tout moyen, oral, fax, telex. Il est conseillé au prestataire de services

d'investissement de demander une trace de cette demande (bandes téléphoniques, télécopie...). La catégorie de «professionnels» visés est assez large puisqu'elle regroupe d'abord tous les prestataires de services d'investissement ou membre d'un marché réglementé (en clair, tous les établissements de crédit et ex-sociétés de bourse, ainsi que les sociétés de gestion de portefeuille), mais aussi le Trésor public, la CDC, la Banque de France, La Poste, les entreprises d'assurance et de réassurance, les Opcvm et les entreprises qui gèrent un système d'épargne salariale. Les limites en termes de volume sont plus basses que celles existant auparavant pour les blocs

structurants (100 millions de francs ou 5 % du capital), ce qui devrait faciliter les opérations de reclassement de titres.

- En ce qui concerne les titres de créances, le seuil est fixé à 200 000 francs, ce qui ne devrait pas entraver l'activité sur le marché obligataire qui reste aujourd'hui largement un marché de gré à gré. De plus, la demande formulée par l'investisseur pour opérer de gré à gré sur titres de créances est extrêmement simplifiée puisqu'il peut y avoir une seule demande pour tous les titres de créances. Dans ce cas, la demande de dérogation doit être formulée par écrit et reste valable pour une année.

départements d'outre-mer et si la transaction remplit les conditions définies par le règlement général du Conseil des marchés financiers concernant son volume, le statut de l'investisseur, la nature de l'instrument financier négocié et l'information du marché réglementé sur lequel cet instrument est admis. Cette dérogation est accordée de plein droit pour toutes les transactions qui, incluses dans une convention autre que pure et simple, en constituent un élément nécessaire».

Plusieurs remarques doivent être formulées : il existe deux types de dérogations, l'une de droit pour les conventions complexes (**encadré**), l'autre de fait dès lors que l'investisseur en fait la demande et que certains critères posés par le CMF sont respectés. Dans ce deuxième cas, on remarquera, que pour qu'il y ait dérogation, il faut une double condition : d'une part, une demande de l'investisseur, d'autre part le respect des conditions posées par le CMF.

Il s'agit de conditions cumulatives. Une dérogation ne peut avoir lieu que s'il existe une demande de l'investisseur. Dans tous les cas, si une opération qui bénéficie d'une dérogation peut être réalisée à un prix libre-

ment fixé entre les parties et donc, le cas échéant, totalement déconnecté du marché central, elle doit obligatoirement être exécutée par l'intermédiaire d'un prestataire de services d'investissement ou un membre d'un marché réglementé de la loi MAF. Autrement dit, une dérogation à l'obligation de centralisation des ordres n'exonère nullement l'investisseur de l'obligation d'intermédiation. L'article 4-1-32 du règlement général du CMF (7) précise les conditions tenant à la forme de la demande, la nature de l'instrument financier, et le volume de l'opération.

Définir les conventions complexes - S'agissant des conventions complexes, l'article 4-1-32 indique que l'investisseur déclare au prestataire de services d'investissement son intention d'effectuer une telle transaction. L'une des difficultés majeures de la convention complexe réside dans son absence de définition, tant par la loi que par le règlement général du CMF. Il convient dès lors de se reporter à la jurisprudence et à l'analyse de doctrine réalisée sous l'empire de la loi du 22 janvier 1988. Pour être qualifiée comme telle, une convention doit ré-

pondre à deux exigences cumulatives: elle ne doit pas être une «vente pure et simple» et, «incluse» dans la convention, elle doit en constituer un «élément nécessaire». Parmi les nombreux types de conventions existant, on admet généralement que celles comportant une condition suspensive ou résolutoire peuvent être qualifiées de complexes.

S'agissant d'une dérogation «de droit» posée par la loi, se pose la question du rôle du prestataire de services d'investissement face à une telle demande. Si l'article 4-1-32 indique que l'investisseur déclare au prestataire son intention de réaliser une opération complexe, le texte reste muet sur la forme de cette déclaration. Doit-elle être écrite ? le demandeur doit-il justifier les raisons pour lesquelles il estime répondre à la qualification de convention complexe ? doit-il communiquer cette convention au prestataire, et dans ce cas, celui-ci doit-il y apporter une appréciation quant à sa qualification ?

Sur toutes ces questions, on peut tenter d'apporter les réponses suivantes : s'agissant d'une «intention», celle-ci ne doit pas obligatoirement être effectuée par écrit. Bien sûr, un

Levée d'option et exercice de warrant : une plus grande liberté

La question se pose de savoir si la livraison d'un instrument financier sous-jacent d'un autre instrument financier (warrant, option...) doit se réaliser sur un marché réglementé, et donc à un prix fixé par celui-ci. Sous l'ancienne loi, seules les options qui se

dénouaient par un paiement en différentiel échappaient au monopole des sociétés de bourse, les autres (notamment en cas de livraison) devant se réaliser en bourse. Une telle distinction n'a plus lieu d'être aujourd'hui :

la levée d'option à l'exercice de warrant portant sur des actions ou autres titres donnant accès directement ou non au capital peut s'effectuer à n'importe quel prix et de gré à gré : seule une obligation de *reporting* subsiste.

écrit reste préférable. S'agissant d'une dérogation de droit, il revient au seul investisseur de qualifier l'opération de complexe ou non, mais il n'a pas à justifier son analyse. En conséquence, il n'a pas à transmettre au prestataire le moindre document et ce dernier ne doit pas y apporter son jugement. Sur ce dernier point, il convient sans doute ici d'opérer une distinction importante : a) selon que le prestataire qui reçoit la demande de l'investisseur agit en qualité de mandataire ou de commissionnaire et dans ce cas, hormis le devoir d'information général qui pèse sur tout intermédiaire financier, il n'a pas à apprécier la qualité de complexe ou non de la convention, b) ou selon que celui-ci agit pour son compte propre, face à son client, en lui répondant son ordre en contrepartie. Dans ce dernier cas, étant partie lui-même à l'opération, il doit vérifier si celle-ci répond bien à la qualification de convention complexe.

Reclassement de titres - Si les cas de dérogation mentionnés à l'article 4-1-32 du règlement du CMF devraient favoriser la réalisation d'opérations en dehors du marché central (et donc à un prix différent de celui-ci), il demeure néanmoins certaines difficultés en ce qui concerne les opérations de reclassement de titres. En effet, celles-ci ne permettent pas toujours de bénéficier de la dérogation tenant au volume. Il en est ainsi notamment lorsque l'opération initiale entre le vendeur de bloc et son banquier répond bien au critère de volume, mais cela ne sera pas toujours le cas vis-à-vis des investisseurs finaux. On se trouve alors dans la situation paradoxale où l'intermédiaire a pu acheter les titres à un prix totalement différent de celui du marché central mais où les opérations de reclassement auprès

d'investisseurs finaux doivent se réaliser au prix du marché central (ou dans le cadre des limites imposées dans les opérations de contrepartie). Dès lors, pour «échapper» au prix centralisé, peut-on qualifier l'opération de «convention complexe»? Tout dépend de la manière dont est «structuré» le reclassement. Les opérations de reclassement peuvent prendre la forme d'une garantie de bonne fin ou de prise ferme (*book deal*). De plus, elles peuvent comporter des particularités comme la présence d'une clause de préemption entre actionnaires, une clause de *green shoe* avec l'émetteur, un engagement de stabilisation, des cas de force majeure... Tout ceci permet-il de qualifier systématiquement l'opération de «convention complexe»? La réponse n'est pas évidente, et il convient dès lors de veiller particulièrement à la rédaction des documents.

Reporting - En pratique, une opération réalisée à un cours différent de celui du marché central doit faire l'objet d'un *reporting* auprès du CMF et de l'entreprise de marché (SBF-Bourse de Paris généralement). Ce *reporting* doit être effectué au plus tard le jour de bourse suivant celui de

l'opération et mentionner le nombre de titres négociés, le prix auquel a été réalisée l'opération, sa date et, pour les titres donnant accès au capital, son heure (8). Afin de garder une certaine confidentialité dans l'opération, notamment en termes de prix, le CMF prévoit la possibilité, pour l'entreprise de marché qui a admis les titres, de retarder le moment de la diffusion au public des informations. Toutefois, pour les titres de capital, le nombre de titres négociés et leur prix sont rendus publics dans le même délai que celui applicable pour une opération de même nature effectuée sur le marché réglementé concerné.

Pour les autres instruments financiers, le délai de diffusion des informations peut tenir compte des modalités particulières de négociation de ces instruments. On remarquera qu'aucune information particulière n'est réalisée auprès de l'émetteur dont les titres ont fait l'objet d'une telle opération. Ce dernier sera informé selon les modalités du droit commun, c'est-à-dire en cas de franchissement de seuil, dans les conditions prévues à l'article 356-1 de la loi du 24 juillet 1966. ■

(1) Le critère primordial réside ici dans la répétition de l'opération : est interdite la fourniture de services «à titre de profession habituelle». Inversement, dès lors que cette fourniture de services n'est qu'occasionnelle, elle est licite. La difficulté réside donc dans le critère permettant de distinguer une opération occasionnelle d'une autre réalisée à titre habituel. Il convient de signaler que la formulation employée par la loi MAF est identique à celle figurant à l'article 1^{er} de la loi bancaire n° 84-46 du 24 janvier 1984. En conséquence, lorsqu'une opération est réalisée pour la première fois, il s'agit d'une opération occasionnelle, alors que dès la deuxième fois il s'agit d'une habitude. Il est paradoxal de constater que cette règle ne contient pas de sanction en cas de violation, contrairement aux obligations d'intermédiation et de concentration.

(2) Malgré le silence de la loi sur la portée de cette obligation, celle-ci ne se conçoit que pour les seules valeurs «cotées» en France.

(3) H. de Vauplane et J.-P. Borner, «Droit de la Bourse», *Litec*, 1994, § 205, p. 141. La cession est l'opération qui met en relation un acheteur et un vendeur qui, d'une part, se connaissent et n'ont pas recours à une tierce personne (un «intermédiaire») pour les mettre en relation, même à titre gratuit, et d'autre part, effectuent la transaction de façon amiable et selon des conditions librement débattues entre elles.

(4) Belgique, Italie, Filande, Norvège, Espagne. On peut ajouter l'Allemagne et les Pays-Bas dans la mesure où leur réglementation pose le principe d'exécution de l'ordre d'un client sur un marché réglementé, sauf instruction contraire expresse.

(5) C'est un défaut de la loi MAF d'employer le mot «transaction» au sens d'«opération» alors qu'au sens strict une transaction est un accord visé à l'article 2044 du code civil qui permet à deux parties en litige de terminer «une contestation née» ou de prévenir «une contestation à naître».

(6) B. Gizard, «De l'obligation d'exécuter un ordre sur un marché réglementé : la mise en œuvre de l'article 45 de la loi MAF» : *Bull. CMF* n° 5, février 1998, p. 5.

(7) Chapitre I^{er} du titre IV homologué par l'arrêté du 19 janvier 1988 : *JO* du 12 février 1988, p. 2233.

(8) Article 4-1-33 du règlement général du CMF.