

# Monopole des prestataires de services d'investissement et produits dérivés négociés de gré à gré

ALBAN CAILLEMER DU FERRAGE  
Avocat à la Cour  
Gide Loyrette Nouel



ARNAUD DUHAMEL  
Avocat à la Cour  
Gide Loyrette Nouel

*L'intrusion des instruments financiers à terme, y compris négociés de gré à gré, dans la définition des instruments financiers donnée par l'article L.211-1 du Code monétaire et financier, n'est pas sans poser de difficultés lorsque l'on confronte les exigences du monopole de la prestation de services d'investissement qui découle de cette définition à la réalité de ces marchés. L'objet du présent article est de discuter de certaines de ces problématiques.*

La loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 <sup>(1)</sup> dite de Modernisation des activités financières, qui a transposé en France la Directive n° 93-22 du 10 mai 1993 «Services investissement» <sup>(2)</sup> et qui vient d'être abrogée pour être incorporée dans le Code monétaire et financier <sup>(3)</sup>, a profondément bouleversé le cadre législatif et réglementaire des opérations sur produits dérivés.

La notion d'«instrument financier à terme», qui regroupe désormais l'ensemble des produits dérivés négociés de gré à gré ou sur les marchés réglementés est au cœur du dispositif mis en place en 1996. A de nombreux égards le régime juridique applicable à ces derniers est spécifique. La reconnaissance d'un régime dérogatoire au droit commun en matière de procédures collectives pour les produits dérivés, permettant, dans certaines conditions, la résiliation et la compensation des opérations et la mise en œuvre de mécanismes de garantie spécifiques a été largement débattue et commentée. Les exigences propres à leur «collatéralisation» efficace ont également été prises en compte pour permettre et sécuriser le recours à des mécanismes de transferts fiduciaires de propriété. Les modalités simplifiées de cession des créances afférentes aux instruments financiers à terme, là encore par exception au droit commun des cessions de créances, ont elles aussi déjà fait l'objet de commentaires. On sait moins, en revanche, que la loi de 1996 a fait rentrer les produits dérivés, y compris négociés de gré à gré, dans le champ du monopole des prestataires de services d'investissement.

Avant la réforme de 1996, seuls les produits dérivés négociés sur les marchés réglementés, tels que les contrats d'options sur le MONEP, les contrats à terme sur le MATIF ou les warrants sur la cote officielle étaient, sur le fonde-

ment de la loi du 1<sup>er</sup> mars 1885 sur les marchés à terme ou de la loi n° 88-70 du 22 janvier 1988, soumis à une réglementation particulière pour leur négociation et au monopole des sociétés de bourse ou des membres du marché considéré. L'une des innovations de la loi de 1996 a donc été d'inclure la négociation des produits dérivés négociés de gré à gré dans le champ de ce monopole rénové. Les conséquences de cette extension du champ d'application du monopole ne sont pas toujours estimées à leur juste mesure et l'application pratique de ces dispositions de la loi de 1996 peut se révéler pour le moins problématique.

De fait, il convient d'apprécier la nature et les implications pratiques de cette extension du monopole aux produits dérivés négociés de gré à gré (I) et, plus particulièrement, de discuter la portée de ce monopole et les ambiguïtés créées par la notion de négociation pour compte propre lorsqu'elle est appliquée à ces produits dérivés (II).

## I Nature de l'extension du monopole des prestataires de services d'investissement aux produits dérivés négociés de gré à gré

### 1. Le fondement du monopole

Le fondement du monopole actuel reconnu aux prestataires de services d'investissement sur les opérations de produits dérivés négociés de gré à gré résulte de la combinaison des nouveaux articles L.531-10, L.321-1 et L.211-1 du Code monétaire et financier.

Avec la participation de Dimitra Panagopoulos.

L'article L.531-10 dispose qu'«il est interdit à toute personne autre qu'un prestataire de services d'investissement de fournir à des tiers des services d'investissements, à titre de profession habituelle».

L'article L.321-1 définit les services d'investissement comme comprenant la réception et la transmission d'ordres pour le compte de tiers, l'exécution d'ordres pour le compte de tiers, la négociation pour compte propre, la gestion de portefeuille pour le compte de tiers, la prise ferme et le placement, dans la mesure où ces services portent sur des instruments financiers.

L'article L.211-1 enfin inclut dans son énumération des instruments financiers, les instruments financiers à terme qu'il définit comme :

- les contrats financiers à terme sur tous effets, valeurs mobilières, indices ou devises, y compris les instruments équivalents donnant lieu à un règlement en espèces,
- les contrats à terme sur taux d'intérêts,
- les contrats d'échange,
- les contrats à terme sur toutes marchandises et denrées,
- les contrats d'option d'achat ou de vente d'instruments financiers, et
- tous autres instruments de marché à terme.

Il résulte de ces trois articles que toute activité, à titre professionnel, par toute personne, portant sur les instruments financiers à terme (c'est-à-dire les produits dérivés) se trouve par principe soumise au monopole.

En effet, l'interdiction prévue par l'article L.531-10 est de portée générale et ne connaît qu'un nombre limité d'exceptions, principalement au bénéfice d'autres entités réglementées visées à l'article L.531-2 (4). La généralité de cette interdiction est justifiée traditionnellement par le souci de la protection des investisseurs. Il s'agit de protéger ces derniers en les obligeant lorsqu'ils opèrent en France, à négocier par l'intermédiaire de, ou avec, des personnes dont le statut est réglementé. Cette «obligation d'intermédiation» se double d'une «obligation de concentration» censée leur garantir les meilleures conditions de conclusion et d'exécution de leurs transactions.

De plus, la définition des services d'investissement, principalement les services de négociation pour compte propre, d'exécution d'ordre pour le compte de tiers et de réception et transmission d'ordres pour le compte de tiers, recouvre en pratique l'ensemble des interventions possibles sur le marché des produits dérivés.

Enfin, la définition d'instruments financiers à terme comprend elle aussi les principaux instruments dérivés utilisés ou potentiellement utilisables, dans ce dernier cas par le biais de la référence à la fin de l'article L.211-1 aux «autres instruments de marché à terme» dont le législateur s'est bien gardé, de manière pragmatique, de préciser les contours, afin de ne pas vider le monopole de son contenu au regard des produits nouveaux.

Cette conception extensive du monopole des prestataires de services d'investissement contraste singulièrement avec l'ancien monopole prévu par la loi du 22 janvier 1988 qui ne visait, dans son article 1<sup>er</sup>, que les valeurs mobilières cotées, à l'exclusion des instruments à terme régis par ailleurs par la loi du 1<sup>er</sup> mars 1885.

## 2. La nécessité de l'obtention du statut de prestataire de services d'investissement

Conformément aux dispositions de l'article L.531-10, seuls les prestataires de services d'investissement sont habilités à fournir des services d'investissement à titre de profession habituelle. Les prestataires de services d'investissement comprennent principalement, aux termes de l'article L.531-1, les entreprises d'investissement et les établissements de crédit agréés pour fournir des services d'investissement. Dans les deux cas, la conduite d'une activité portant sur les produits dérivés suppose l'obtention d'un agrément préalable auprès du Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement de négociation pour compte propre et/ou d'exécution d'ordre pour le compte de tiers et/ou de réception et transmission d'ordres. L'exercice d'une telle activité suppose aussi le respect d'une réglementation prudentielle spécifique (et évolutive) et d'un certain nombre de règles déontologiques régissant le crédit, le fonctionnement des prestataires de services d'investissement et leurs rapports avec leurs clients et contreparties. L'article L.531-2 permet certes à certaines autres entités réglementées (5) et à certaines autres personnes, de manière accessoire, de fournir dans le cadre de leur activité normale des services d'investissement en restant soumis à la réglementation qui leur est propre (c'est le cas par exemple des courtiers en marchandises).

Conformément à l'article L.532-18, la fourniture de services d'investissement en France est également ouverte aux ressortissants des Etats partis à l'accord sur l'Espace économique européen par le biais du «passeport européen», dans la mesure où ces personnes agissent dans la limite des services qu'elles sont autorisées à fournir sur le territoire de leur Etat d'origine et respectent l'agrément reçu dans cet Etat. Les procédures de notifications intracommunautaires permettent à ces personnes d'opérer par le biais du libre établissement, impliquant la création d'une succursale, ou directement depuis leur Etat d'origine en libre prestation de service.

L'exercice d'une activité sur le marché des produits dérivés négociés de gré à gré suppose donc de manière générale, depuis la réforme de 1996, l'obtention d'un statut d'entité réglementée au sein d'un Etat parti à l'accord sur l'Espace économique européen et le respect d'une réglementation spécifique. Sont donc théoriquement exclus du marché français une fraction significative des intervenants du marché mondial mais qui doivent opérer à partir d'une base extérieure à l'Espace économique européen, pour des raisons historiques, pratiques ou réglementaires.

## 3. Les sanctions du monopole

La violation des dispositions d'ordre public de l'article L.531-10 est sanctionnée à titre principal, aux termes de l'article L.573-1, par une peine d'emprisonnement d'une durée de trois ans et une amende d'un montant de 2,5 millions de francs. A l'inverse du cas de violation du monopole de négociation prévu à l'article L.421-6, clairement sanctionnée par la nullité des négociations et cessations effectuées en dehors du cadre de l'obligation d'intermédiation, il n'existe pas pour le monopole «général» des prestataires de services d'investisse-

ment visés à l'article L.531-10, de sanctions civiles prévues par le Code monétaire et financier pour compléter le dispositif pénal. Il est néanmoins utile de se référer aux précédents existant en matière de violation du monopole bancaire, rédigé en termes très similaires de celui du monopole des prestataires de services d'investissement. La Cour de cassation a admis la recevabilité des actions en nullité contre les actes conclus en violation du monopole, même si la jurisprudence n'est pas homogène sur ce point, la chambre commerciale et la 1<sup>re</sup> chambre civile ayant depuis 1991 des positions opposées à ce sujet (6). La remise en cause possible pour cause de nullité des opérations de produits dérivés négociés de gré à gré en violation du monopole des prestataires de services d'investissement constitue très certainement une conséquence imprévue mais substantielle de l'extension du monopole depuis la réforme de 1996.

L'extension du monopole, sans contestation possible dans son principe mais dont les contraintes sont tout aussi évidentes, nécessite d'en fixer les contours, en particulier concernant le service d'investissement de négociation pour compte propre.

## II La portée du monopole : les ambiguïtés de la notion de négociation pour compte propre

S'interroger sur la notion de «négociation pour compte propre» lorsqu'il s'agit de produits dérivés négociés de gré à gré n'est pas neutre car cette notion est susceptible de recouvrir presque toute forme d'intervention directe sur le marché des dérivés négociés de gré à gré, ce qui semble pour le moins excessif. L'enjeu du débat est de fixer des limites à l'extension du monopole pour des opérations qui ne se prêtent pas toujours à la qualification de «service» rendu par une personne à une autre personne, dans la mesure où il s'agit souvent de contrats consensuels et synallagmatiques entre deux intervenants sophistiqués agissant chacun pour leur propre compte. On aperçoit en réalité que le cadre réglementaire de la «négociation pour compte propre» a été rédigé dans l'optique d'un service d'investissement portant sur des instruments admis aux négociations sur un marché réglementé et s'adapte mal aux instruments financiers à terme négociés de gré à gré. De ces particularismes des produits dérivés naît une difficulté d'application du monopole à leur égard.

### 1. Une définition extensive de l'activité de négociation pour compte propre

Le Code monétaire et financier ne donne pas de définition précise du service d'investissement de négociation pour compte propre. Le Règlement général du Conseil des marchés financiers définit dans son article 2.1.5 l'activité de négociation pour compte propre comme étant celle exercée par «*tout prestataire habilité qui achète ou vend des instruments financiers pour son propre compte*». La seconde phrase de l'article 2.1.5 précise que «*Cette activité ne constitue un service d'investissement que*

*lorsqu'elle est exercée en dehors de ses opérations de trésorerie ou de prise de participation*».

Dans le cas d'instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé, il est aisé de comprendre les réalités que recouvre cette définition. Il s'agit principalement (i) de l'arbitrage, qui permet au négociateur d'acheter ou vendre selon le contexte et ses propres anticipations de marché, (ii) de l'animation de marché, qui correspond à l'hypothèse dans laquelle le négociateur appelé «teneur de marché» s'engage à l'avance sur certaines valeurs à l'intérieur de limites prédéfinies, et où il est en permanence présent sur le marché des titres et (iii) de l'activité de contrepartie, dans laquelle l'opération de négociation est effectuée à la fois pour compte propre – en ce que le prestataire effectue la contrepartie économique de l'opération – et pour compte de tiers – en ce que cette prestation de contrepartie permet la réalisation d'une opération financière à la demande d'un client –, dans le but de permettre aux clients d'effectuer des opérations. Les exceptions visées à la seconde phrase de l'article 2.1.5 visent clairement les interventions des investisseurs sur les marchés réglementés pour leurs besoins propres et en dehors de tout «service» rendu aux investisseurs, afin de placer l'excédent de leur trésorerie ou réaliser des acquisitions de titres, d'actions par exemple.

Dans le cas de produits dérivés négociés de gré à gré, la lecture de l'article 2.1.5 s'avère plus difficile. De fait, la notion de simple achat ou vente d'instruments financiers préexistant ne recouvre que très imparfaitement la réalité de la conclusion de ces instruments qui sont en fait des contrats dont les termes sont négociés et adaptés aux besoins précis des parties. De fait, si les usages de marché et les impératifs de sécurité juridique entraînent le plus souvent un recours à une documentation standardisée du type de celle publiée par l'ISDA ou l'AFB, les produits eux-mêmes sont élaborés au cas par cas en fonction, entre autres, de maturités, notionnels, sous-jacents ou référentiels de taux ou d'indices spécifiques et recouvrent une infinie diversité de situations, depuis les contrats d'échange de taux d'intérêts et de devise jusqu'aux dérivés climatiques ou de crédit qui n'ont pas nécessairement d'équivalents sur les marchés réglementés.

Il faut donc adapter cette notion d'achat et de vente d'instruments financiers pour y lire en fait toute conclusion de contrat portant sur des instruments financiers à terme par une personne qui, si elle est faite à titre habituel et professionnel, rentrerait dans le champ du monopole des prestataires de service d'investissements.

Cette acceptation de la notion de «négociation pour compte propre» serait néanmoins très large, au point qu'il serait difficile de distinguer sur cette base les activités représentatives d'un service effectuées par un professionnel des marchés de la simple présence significative sur le marché des dérivés d'une grande société, pour ses besoins de couverture. Il convient de noter également que les exceptions relatives aux «opérations de trésorerie» et aux «prises de participations» ne permettent pas de limiter réellement le champ d'application du monopole car ces deux cas de figure ne suffisent pas à englober l'ensemble des opérations conclues par une personne pour ses besoins propres, compte tenu de la variété des besoins

auxquels répondent la multitude de produits dérivés de gré à gré existant sur le marché.

On le voit, ni le Code monétaire et financier ni le Règlement général du Conseil des marchés financiers, qui définit très largement le service de négociation pour compte propre, ne permettent d'apprécier de manière raisonnable la portée du monopole en ce qui concerne les produits dérivés.

## 2. La délimitation de la notion de négociation pour compte propre

Sur le plan théorique, la compatibilité entre les concepts de «négociation pour compte propre», et le monopole des prestataires de services d'investissement a pu être discutée, lorsqu'il s'agit d'instruments financiers non admis aux négociations sur un marché réglementé. De fait, l'article L. 531-10 du Code monétaire et financier, seul applicable pour les produits dérivés négociés de gré à gré, ne parle que des services «rendus à des tiers» (7). On peut dès lors se demander dans quelle mesure la négociation pour compte propre d'instruments financiers à terme de gré à gré (8) échapperait au monopole de l'article L. 531-10, car chaque partie à un contrat d'instrument financier à terme agit par définition pour son propre compte en fonction de ses contraintes personnelles. Certains auteurs (9) ont pu par ailleurs estimer que la notion de «négociation» devait être comprise comme excluant la simple conclusion d'un contrat pour écarter l'assujettissement au monopole de la négociation pour compte propre de ces produits. Les travaux parlementaires (10) semblent aller dans le sens d'une interprétation souple en précisant que la négociation d'instruments financiers non cotés est libre lorsqu'elle est faite pour compte propre «*par a contrario du monopole de la prestation de services d'investissement*».

Il n'en demeure pas moins qu'il est difficile de traiter de manière différenciée sur le plan du monopole de l'article L.531-10 les instruments financiers négociés de gré à gré de ceux admis aux négociations sur un marché réglementé, la définition de la négociation pour compte propre contenue dans le Code monétaire et financier et le Règlement général du Conseil des marchés financiers ne comportant pas d'éléments de distinction véritablement probants à cet égard. Par ailleurs, il est raisonnable de considérer qu'un établissement financier qui structure effectivement les termes d'un produit dérivé pour les besoins d'un client et qui se porte ensuite contrepartie fournit un service d'investissement à un tiers (en l'occurrence son cocontractant) au sens de l'article L.531-10.

Cette interprétation est celle retenue par les autorités de marché, qui en modèrent néanmoins la rigueur de manière pragmatique sur le fondement d'une réponse ministérielle (11) faite lors des débats sur le vote de la loi du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières.

De fait, le ministre de l'économie et des finances avait en effet répondu par la négative à la question de savoir si une entreprise, non professionnelle, qui est simplement contrepartie d'une opération dont elle n'est pas l'intermédiaire, réalise une prestation de services d'investissement : «*La réponse est bien évidemment négative. Une opération pour compte propre comporte plusieurs phases : le souhait de la contrepartie de réaliser l'opération, l'interven-*

*tion éventuelle d'un intermédiaire qui rapproche les parties et enfin l'inscription en compte de la transaction. C'est le fait de monter une négociation, de la rendre possible en rapprochant les contreparties et d'en déterminer le cas échéant les conditions en lieu et place de ces contreparties, qui constitue un service d'investissement. Toute entreprise, tout opérateur, même s'il est installé en dehors de l'Espace économique européen, peut être, sans aucun agrément particulier, contrepartie d'une opération réalisée avec un français» (12).*

Le Conseil des marchés financiers a repris à son compte (13) cette interprétation du monopole des prestataires de services d'investissement et l'a confirmé, à l'occasion d'une question sur l'éventuelle fourniture d'un service d'investissement par une société financière qui conclurait un contrat d'échange avec une société industrielle. Le Conseil a considéré qu'une société financière, n'ayant pas pour objet d'élaborer, de manière professionnelle et habituelle, des contrats d'échange, n'a pas besoin pour s'en porter contrepartie de disposer d'un agrément de prestataire de services d'investissement.

Il en résulte que l'intermédiaire financier rend un service d'investissement lorsque, par exemple, il se porte contrepartie à une opération après en avoir déterminé les conditions, opération permettant à son client de réaliser un objectif qui lui est propre et pour lequel il s'est précisément rapproché du prestataire professionnel. De même, l'activité dite d'arrangeur ou de courtier consistant en l'élaboration, de manière professionnelle et habituelle, d'opérations sur instruments financiers constitue bien un service d'investissement. Dans ce dernier cas, il s'agira du service d'investissement d'exécution d'ordres pour le compte de tiers ou de réception ou transmission d'ordres pour le compte de tiers et non du service d'investissement de négociation pour compte propre.

La nature des parties à un contrat de produit dérivé de gré à gré (utilisateur final ou professionnel) et le rôle exact de chacune des parties (simple conclusion de l'opération ou véritable ingénierie financière) semblent donc être les critères déterminants de l'assujettissement au monopole.

## 3. Les exceptions au monopole

Pour qu'une activité soit considérée comme constituant un service d'investissement, il est nécessaire qu'elle soit fournie à titre professionnel et de manière habituelle à des tiers. En présence d'opérations de simple contrepartie, l'opération n'est pas effectuée pour un tiers, mais pour les besoins personnels de l'entreprise, considérée comme l'utilisateur final du produit dérivé. Ainsi, dès lors que les conditions préalables à la qualification de service d'investissement ne sont pas réunies, cette activité de simple contrepartie pour des besoins personnels justifie à notre sens, à l'instar de la gestion de trésorerie et de la prise de participation, l'exclusion du champ d'application du monopole des prestataires de services d'investissement.

De même, il devrait être admis que le «*passive booking*», c'est-à-dire la conclusion, y compris à titre habituel, et l'inscription en compte, par une entité non européenne et/ou non réglementée d'un contrat portant sur produits dérivés sans avoir effectué d'ingénierie financière, et dans des circonstances où la structuration et le «montage» de l'opération (pour reprendre les

termes mêmes de la réponse ministérielle mentionnée plus haut) auraient été effectuées par un prestataire d'investissement dûment habilité, ne devrait pas non plus être soumis au monopole de l'article L.531-10.

Outre le fait que l'entité non européenne ou/et non réglementée peut être considérée comme un utilisateur final au même titre que sa contrepartie, il serait anormal de voir une même opération faire l'objet de deux services d'investissement différents en même temps, la négociation pour compte propre dans un cas et l'exécution d'ordre pour le compte de tiers dans l'autre. Étendre le champ d'application du monopole au-delà de la nécessité de l'intervention d'un seul prestataire de services d'investissement pour une même opération serait sans aucun doute aller au-delà de l'esprit des textes. Il en irait autrement, bien entendu, dans l'hypothèse où les circonstances de fait tendraient à prouver que la «contrepartie passive» a été très largement impliquée dans la structuration de l'opération et où l'intermédiation du prestataire de services d'investissement se révélerait plus apparente que réelle.

Cette interprétation aurait pour effet de permettre en pratique, par exemple aux filiales européennes de groupes non-membres de l'Espace économique européen, de monter des opérations et de les comptabiliser dans les livres de leur société mère, ou à des prestataires de services d'investissement européens de comptabiliser des opérations dans des véhicules ad hoc, ce qui peut se révéler nécessaire pour des raisons à la fois de notation et de coût de refinancement. Dans l'hypothèse où l'arrangeur et l'entité qui conclut et comptabilise les opérations appartiendraient à un même groupe, il conviendrait néanmoins, afin de respecter les

règles déontologiques applicables aux prestataires de services d'investissement, d'en avertir la contrepartie.

Par conséquent, il semble tout à fait possible à une entreprise installée en dehors de l'Espace économique européen, d'être contrepartie à une opération sur instruments financiers à terme avec un résident, et ce sans être titulaire d'un agrément, que ce soit en qualité d'utilisateur final ou de contrepartie passive, sous réserve, bien entendu, des règles applicables au démarchage financier.

#### 4. Quels aménagements ?

Un réaménagement de la réglementation de l'activité de négociation pour compte propre peut néanmoins sembler utile, afin d'inscrire dans les textes les concepts de simple contrepartie ou de contrepartie passive. Celui-ci pourrait par exemple prendre la forme d'une modification de l'article 2.1.5 du Règlement général du Conseil des marchés financiers, afin d'élargir les exceptions à la définition de négociation pour compte propre réglementée en excluant au minimum, outre les opérations de trésorerie et les prises de participation qui y figurent déjà, toutes les opérations réalisées pour les besoins finaux de couverture d'un investisseur, ainsi que celles faisant l'objet du service d'investissement d'exécution d'ordres pour le compte de tiers.

Toute tentative d'aller au-delà de ces modifications, et tendant à exclure tous les instruments financiers à terme négociés de gré à gré du champ d'application du monopole de négociation nécessiterait quant à elle une modification législative. ■

(1) *JO*, 4 juillet 1996.

(2) *JOCE* n° L. 141-27, 11 juin 1993.

(3) Ordonnance n° 2000-1223 du 14 décembre 2000 publiée au *JO* du 16 décembre 2000.

(4) L'article L531-2 du Code monétaire et financier énumère une liste de personnes autorisées à fournir des services d'investissements dans le cadre de leur réglementation propre au nombre desquelles figurent le Trésor, la Banque de France, l'Institut d'émission des départements d'outre-mer et l'Institut d'émission d'outre-mer, La Poste, les entreprises d'assurance, les Opcvm et les personnes fournissant des services d'investissement de manière accessoire.

(5) Voir note ci-dessus.

(6) Voir Cass. com. 19 novembre 1991. Contra, Cass. civ. 1<sup>re</sup>, 13 octobre 1982.

(7) Alban Caillemer du Ferrage et Philippe Goutay «Obligation de concentration et produits dérivés» *Banque & Droit* n° 69 janvier-février 2000 p. 3.

(8) Pour les instruments financiers cotés, la combinaison des articles 21 et 43 de la loi MAF impose selon nous sans discussion (sauf exceptions légales) le recours à un prestataire de services d'investissement agréé en France.

(9) Voir par exemple Franck Auckenthaler, «Instruments financiers à terme de gré à gré», *JCP Banque-crédit bourse*, Fasc. 2050.

(10) Rapport du Sénat sur l'article 23 du projet de loi sur la modernisation des activités financières, p. 154.

(11) *Revue CMF*, n° 2 octobre 1997 p. 22.

(12) *JO*, Débats AN, 2<sup>e</sup> séance 29 mai 1996, p. 3606.

(13) X. Tessier, chargé de mission au CMF, Délimitation de la notion de services d'investissement, *Revue CMF* n° 2, oct 1997, p. 22.