

# Monopole d'intermédiation et obligation de concentration sur marchés réglementés

**Hubert de Vauplane**  
Direction des affaires juridiques  
Banque Paribas



L'entrée en vigueur d'abord de la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996, dite loi MAF, puis des cas de dérogation à l'obligation de concentration des ordres sur un marché réglementé est souvent perçue – à tort comme nous allons le voir – comme le commencement d'une ère nouvelle où tout les intermédiaires financiers se trouvaient libérés de toute contrainte en matière de prix des opérations réalisées sur un marché central.

On se souvient que, loin d'abolir l'ancien monopole dont bénéficiaient précédemment les agents de change d'abord et les sociétés de bourse ensuite, la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996, dite loi MAF, a instauré une double obligation d'intermédiation et de concentration sur les marchés réglementés. On rappellera que ces deux obligations ne sont que 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 précitée) (1). On se souvient que la notion de «prestataire de services d'investissement» comprend les entreprises d'investissement proprement dites (c'est-à-dire les ex-sociétés de bourse et les sociétés de gestion de portefeuille) et les établissements de crédit habilités à fournir des services d'investissement. On sait aussi que ces deux obligations bénéficient d'exceptions sur lesquelles on reviendra. Dans les deux cas, 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 centralisé.

## I Obligation d'intermédiation

L'obligation d'intermédiation prévue à l'article 43 de la loi MAF (2) 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 (3) 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». Cette obligation doit être analysée à la lumière de l'article 21 de la loi MAF qui pose le principe du monopole de la prestation de services d'investissement (et donc de la négociation sur un marché réglementé). L'obligation d'intermédiation est une condition nécessaire pour assurer la transparence du marché (4).

1 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 banques et établissements de crédit ne le sont que rarement (sauf en ce qui concerne le Matif).

2 La règle vise aussi bien la «cession» que la «négociation» d'instruments financiers. On rappellera que 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 l'opération de façon amiable et selon des conditions librement débattues entre elles (5). En général, une cession correspond à une opération effectuée de gré à gré. On s'est interrogé sur le fait de savoir si le terme «cession» doit s'entendre des seules ventes directes entre deux personnes qui n'ont pas eu recours à un intermédiaire, ou plus largement de tous procédés de transmissions entre vifs, d'un droit réel ou personnel, à titre onéreux ou gratuit. La question n'est pas neutre dans la mesure où dans la deuxième solution, le champ d'application du monopole d'intermédiation serait plus large que dans le premier cas puisqu'il inclurait notamment les prêts de consommation de titres «cotés», les apports, les échanges de titres... On se souvient que l'Ansa avait retenu la première interprétation lors de la publication de l'ancienne loi du 23 décembre

1964 relative au monopole des agents de change, laquelle visait les «cessions à titre onéreux» (6). On se souvient aussi que d'après l'administration fiscale, qui avait commenté les dispositions de l'ancienne loi du 23 décembre 1964 précitée (BOED du 23 avril 1965), c'est la dérogation concernant les conventions complexes qui permettait de limiter la portée de cette conception large en excluant du champ du monopole toute forme de transmission du droit de propriété qui ne correspondait pas à une «vente pure et simple» (apports, parages, échanges de titres, ventes soumises à une condition suspensive ou résolutoire). Or, on sait qu'aujourd'hui la notion de convention complexe ne s'applique plus au monopole d'intermédiation mais à l'obligation de concentration. Dès lors, il n'y aurait plus lieu de recourir à l'explication du droit fiscal, de surcroît ancienne. Certains en concluent donc qu'il convient dorénavant d'entendre le mot «cession» dans son sens large de «transfert de propriété» (7). Une telle opinion paraît contestable dans la mesure où elle viendrait élargir le champ de l'obligation d'intermédiation, et partant celui de l'obligation de concentration, par rapport au monopole dont bénéficiaient les sociétés de bourse dans le cadre de la loi du 22 janvier 1988. Il nous semble, pour notre part, raisonnable d'estimer que le mot «cession» soit pris dans le seul sens de «cession à titre onéreux».

L'obligation d'intermédiation porte non seulement sur les «cessions», mais aussi sur les «négociations». Le concept de «négociation» 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» (8), c'est-à-dire en une vente avec un intermédiaire (9), notamment lorsqu'intervient un membre de la bourse (10). 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 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 effectuées 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, concernant les autres instruments financiers, 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». Lors des discussions parlementaires sur la loi MAF, un débat s'est fait jour concernant les OAT. L'Assemblée nationale a, contrairement à l'intention initiale du Sénat, fait valoir que les «titres émis par l'État» ne devaient pas être soumis à l'obligation d'intermédiation. La rédaction du texte définitif de la loi MAF ne permettant pas une telle lecture, on s'est interrogé sur la portée de l'article 43-I sur les OAT. L'examen des travaux parlementaires conduit à modérer les propos tenus devant l'Assemblée

nationale, l'observation ne visant que les titres à court terme tels que les BTF et les BTAN. En conséquence, et ce d'autant plus que la rédaction de l'article 43-I ne souffre d'aucune ambiguïté, il convient de souligner que les OAT sont bien soumises à l'obligation d'intermédiation (11). En définitive, le monopole d'intermédiation prévue à l'article 43-I de la loi MAF précitée correspond, pour l'essentiel, à celui des ex-sociétés de bourse figurant à l'article 1<sup>er</sup> alinéa 1 et 3 de la loi n° 88-70 du 22 janvier 1988, exceptions comprises.

**3** L'article 43-II de la loi MAF précité contient en effet 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 ; on notera ici que l'exception ne porte que sur les valeurs mobilières, et non sur les instruments financiers. Autrement dit, 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 ; cette dérogation vise aussi bien les participations directes qu'indirectes, ce qui n'était pas le cas de l'alinéa 3 de l'article 1<sup>er</sup> de la loi du 22 janvier 1988 qui ne concernait que les participations directes ;
- 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. On rappellera que la notion de contrôle visée à l'article 355-1 de la loi sur les sociétés commerciales considère qu'un contrôle existe dès lors qu'une société : a) possède directement ou indirectement la majorité des droits de vote dans les assemblées, b) dispose seule de la majorité des droits de vote en vertu d'un accord conclu avec d'autres actionnaires, c) détermine dans les faits par les droits de vote dont elle dispose les décisions dans les assemblées générales. Le texte prévoit par ailleurs une présomption de contrôle en cas de détention directe ou indirecte de plus de 40 % des droits de vote lorsqu'aucun autre actionnaire ne détient une fraction supérieure à la sienne ;
- sociétés d'assurances appartenant au même groupe ;
- personnes morales et organismes de retraite ou de prévoyance dont elles assurent la gestion.

**4** L'efficacité d'une norme tient notamment aux sanctions qui frappent son non-respect. C'est pourquoi il convient de souligner que 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, comme c'était déjà le cas pour le monopole des sociétés de bourse (12). 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 autorisé 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 aux derniers alinéas du II de l'article 43, sur des instruments financiers admis aux négociations d'un marché réglementé et sans recourir à un prestataire de services d'investissement.

On remarquera que la violation de l'obligation d'intermédiation, comme d'ailleurs celle de concentration, ne fait plus l'objet d'une sanction fiscale, comme c'était le cas pour le monopole des agents de change.

Enfin, concernant le champ d'application territorial, on doit signaler une certaine confusion dans la loi MAF. Celle-ci prévoit une obligation d'intermédiation pour les opérations «réalisées sur le territoire de la France métropolitaine et des départements d'outre-mer» (13), ce qui laisserait entendre qu'une telle obligation ne s'applique pas lorsque ces opérations sont réalisées en dehors de ce territoire. On a vu que cette obligation d'intermédiation est satisfaite dès lors que l'opération est réalisée auprès d'un prestataire de services d'investissement. La difficulté vient justement du fait que pour l'application de l'article 43, un tel prestataire s'entend non seulement des intermédiaires français habilités à cet effet, mais aussi de tous les intermédiaires européens habilités dans leur pays et qui exercent en libre prestation de services ou en liberté d'établissement (14). Comment doit-on comprendre la portée de la règle limitant le champ d'application de l'obligation d'intermédiation au seul «territoire de la France métropolitaine et des Dom»? Sans doute faut-il y voir un manque de clarté du législateur et estimer que l'obligation d'intermédiation est satisfaite dès que l'opération est réalisée par un intermédiaire habilité, que celui-ci soit habilité en France ou dans son pays d'origine. Autrement dit, il ne serait plus utile de chercher à s'exonérer de l'obligation d'intermédiation, comme autrefois du monopole des sociétés de bourse, en effectuant ces opérations à l'étranger puisque dès que ces opérations sont réalisées auprès d'un intermédiaire agréé, en France ou à l'étranger, l'exigence posée par l'article 43 serait remplie.

L'obligation d'intermédiation ne forme que l'un des deux éléments permettant de protéger l'épargne publique. A côté de cette règle figure une autre obligation, appelée de «concentration», qui ne peut fonctionner que du fait qu'il existe un monopole d'intermédiation. Comme nous l'avons déjà souligné, l'obligation d'intermédiation vise les prestataires de services d'investissement, alors que l'obligation de concentration vise pour sa part les marchés (15). En effet, l'obligation d'intermédiation est une garantie apportée à l'investisseur (16), alors que la concentration apparaît plus comme une mesure protectionniste» (17).

## II Obligation de concentration

**5** 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 affiché de cette règle est d'obliger les opérations portant sur des instruments financiers cotés à se réaliser sur ce marché, et non de gré à gré. On sait que 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 et celles effectuées sur un marché réglementé. En effet, en prévoyant une telle obligation, il est permis de penser que le marché réglementé ne sera pas «vidé» des opérations au profit du marché de gré à gré. C'est donc en termes de concurrence entre marchés réglementés et de gré à gré qu'il convient de replacer l'existence de cette obligation de concentration. Aux termes même de 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 (18), a opté pour cette faculté qu'elle a insérée à l'article 45 de la loi MAF. Cet article prévoit que les «*transactions (sic) 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 claire : toutes les opérations pour compte de tiers résidant (l'emploi du terme «transaction», s'il est mal choisi dans sa terminologie juridique (19), se comprend par «opération» et donc tant les «négociations» que les «cessions») portant sur des instruments «cotés» doivent être réalisées en priorité 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, contrairement à l'article 43 de la loi MAF, il n'y a pas de sanctions pénales. Il est important de souligner que les opérations pour compte propre réalisées par les intermédiaires habilités échappent à l'obligation de concentration (20). La difficulté réside ici à définir l'opération pour compte propre (21). Deux acceptions peuvent être retenues : dans un premier sens, une opération pour compte propre peut être définie comme toute opération consistant pour un prestataire de services d'investissement à prendre une position durable sur un instrument financier pour ses propres besoins (au titre par exemple du portefeuille de placement), ce prestataire agissant alors en qualité d'investisseur final ; dans un deuxième sens, elle peut être définie comme une opération «miroir», effectuée à la demande d'un investisseur, entre le marché et l'intermédiaire, d'une part, et entre celui-ci et l'investisseur final, d'autre part. Au cas présent, par opérations pour compte propre, il convient de retenir le premier sens, c'est-à-dire les opérations qui n'ont pas vocation à être réalisées in fine au profit d'un investisseur, mais directement au profit du prestataire de services d'investissement ; en conséquence, les opérations de contrepartie, qui ne sont qu'une technique boursière permettant de «répondre» à un ordre d'un client, ne bénéficient pas de l'exemption prévue à l'article 45 pour les opérations pour compte propre. En pratique, ce critère est d'application délicate et il convient donc de veiller aux conséquences possibles. A côté de ces opérations pour compte propre, il existe une autre possibilité de déroger à l'obligation de concentration lorsque l'opération est effectuée au profit d'un investisseur qui ne réside pas

habituellement en France ou qui ne dispose pas d'un établissement en France. 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.

L'article 45 de la loi MAF précité poursuit : «*Par dérogation aux dispositions de l'alinéa précédent, les transactions (re-sic) 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 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 (re-sic) qui, incluses dans une convention autre que pure et simple, en constituent un élément nécessaire*». Plusieurs remarques doivent être formulées concernant la rédaction du texte autorisant une dérogation à l'obligation de concentration. En premier lieu, il existe deux types de dérogations, l'une de droit pour les conventions complexes (cf. infra) l'autre de fait dès lors que l'investisseur en formule 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 librement 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 au titre de l'article 43 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, même en cas de «convention complexe». L'objectif recherché est celui de la transparence de ces opérations hors marché : le public reste informé de ces opérations grâce à l'application des règles de transparence applicables aux seuls PSI. L'article 4-1-32 du règlement général du CMF (22) précise les conditions tenant à la forme de la demande, la nature de l'instrument financier, et le volume de l'opération. A cet égard, on doit signaler que la loi française a ajouté, par rapport à la DSI, la condition tenant au volume parmi les critères de dérogation, ce qui conduit à s'interroger sur la validité de cette règle au regard du droit européen.

**6** Une difficulté d'application apparaît concernant les instruments financiers à terme qui donnent lieu à la livraison d'un instrument financier sous-jacent lui-même admis aux négociations sur un marché réglementé. La question se pose de savoir si la livraison d'un instrument financier sous-jacent d'un autre instrument financier doit se réaliser sur un marché réglementé, et donc à un prix déterminé selon les modes de cotation du marché ? Tel peut être le cas des warrants ou des options sur actions, qu'elles soient traitées sur le Monep ou de gré à gré dans le cadre de la convention AFB relative aux opérations de marché à terme. Il s'agit alors de déterminer la situation de ces instruments au regard de l'obligation de

concentration : la livraison de l'instrument financier sous-jacent doit-elle être obligatoirement effectuée sur le marché réglementé, ou bien peut-elle l'être de gré à gré à des conditions de prix libres ? On se souvient que sous l'empire de la loi du 22 janvier 1988 seules les opérations 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. En effet, dans une affaire célèbre opposant pour la dernière fois la chambre syndicale des agents de change et une banque sur la portée du monopole, la Cour de cassation avait considéré que celui-ci ne s'appliquait pas dès lors d'une part que le contrat d'option prévoyait que la livraison des titres sous-jacents ne pouvait jamais être exigée et, d'autre part, que les titres n'étaient jamais l'objet même de l'opération, ceux-ci ne constituant qu'une simple référence permettant la détermination du prix de l'option (23). Une telle jurisprudence n'a plus lieu d'être aujourd'hui. On a vu que l'obligation de concentration ne s'applique qu'aux «*transactions sur un instrument financier admis aux négociations [...]*» ; or, une opération consistant à livrer un instrument financier sous-jacent à la suite de l'exercice d'un instrument financier à terme ne constitue pas une «*transaction*». Dès lors, la levée d'options ou de warrants soit sur des actions ou d'autres titres donnant accès directement ou indirectement au capital, soit sur des obligations ou des titres de créances, lorsque ceux-ci sont admis aux négociations sur un marché réglementé, peut s'effectuer à n'importe quel prix et de gré à gré. Seule subsiste une obligation de *reporting* auprès des autorités de marché. En effet, comme l'a souligné récemment la jurisprudence à propos de la technique des blocs structurants, la mise en œuvre de la DSI autorise à procéder à des opérations «*à un prix librement négocié*», sous réserve bien sûr de répondre aux exigences le permettant. Autrement dit, le marché central ne constitue plus la seule et unique référence en matière de détermination du prix d'une opération (24). Ceci est d'autant plus vrai que le règlement général du CMF prévoit désormais expressément dans son article 4-1-22 la coexistence entre le mode traditionnel de cotation centralisée et celui plus récent de *market making* (25).

Il ne fait donc plus de doute aujourd'hui que les levées d'options ou exercices de warrants dont le sous-jacent est un titre de capital «coté» peuvent être effectuées de gré à gré, en dehors du marché central, à un prix totalement libre.

**7** 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<sup>er</sup> de la loi MAF. On constate ainsi que les instruments financiers à terme ne figurent pas dans la liste des exceptions, non pas qu'une telle dérogation soit interdite, mais qu'elle n'a pas de sens. En effet, 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. L'enregistrement constitue ainsi une condition essentielle de l'opération. Ainsi, de deux choses l'une : soit l'instrument financier à terme est enregistré par le Monep ou Matif, ce qui nécessite préalablement, de facto, une centralisation, soit cet instrument à terme ne fait pas l'objet d'un enregistrement par l'une des deux chambres de com-

pensation de marché réglementé à terme, ce qui écarte l'application même de l'article 45 de la loi MAF qui ne vise que les instruments financiers admis aux négociations. Autrement dit, compte tenu de la nature même de ces instruments, le critère d'application de l'article 45 pour les instruments financiers n'est pas tant l'admission aux négociations que l'enregistrement et la compensation de cet instrument. Il n'y a donc pas lieu de prévoir une dérogation à une obligation de concentration qui ne s'applique pas pour de tels instruments.

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 MF 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 c'est-à-dire par oral, fax, telex ou tout autre mode. Il est conseillé au prestataire de services d'investissement de réclamer 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 membres 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. On remarque que les limites en termes de volume sont plus basses que celles existant auparavant pour les blocs structurants (100 MF ou 5 % du capital), ce qui devrait faciliter les opérations de reclassement de titres. Il reste que sur le principe, une différence de seuil entre blocs structurants et dérogation à la concentration est difficile à justifier. Il est ainsi souhaitable que la SBF-Bourse de Paris aligne le seuil des blocs structurants sur celui des dérogations de l'article 4-1-32 du règlement général du CMF. A cet égard, on signalera la modification apportée au régime des Blocs structurants : il n'est donc plus possible de demander au CMF son accord pour une opération se dénouant à un prix supérieur à 10 % du cours de bourse (Avis SBF n° 98-1250 du 30 mars 1998). Ces opérations ont désormais vocation à être traitées parmi les cas de dérogation à l'obligation de concentration.

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.

**8** 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 (faible) jurisprudence et à l'analyse de

doctrine réalisée sous l'empire de la loi du 22 janvier 1988. On mentionnera brièvement que pour être qualifiée comme telle une convention doit répondre 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». Autrement dit, une convention complexe est un «ensemble de contrats comportant diverses clauses, d'objet et de portée différents, mais correspondant toutes à une finalité commune» (26). Parmi les nombreux types de conventions existant, on admet généralement que celles comportant une condition suspensive ou résolutoire peuvent être qualifiées de contrat complexe. Lorsque l'opération n'est pas une vente, elle déroge automatiquement à l'exigence de la concentration : tel est le cas des apports, partages et échanges de titres (27). Dans les autres cas, l'opération ne peut pas être considérée comme complexe ou sa qualification comme telle porte à discussion.

S'agissant d'une dérogation «de droit» prévue 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, ou bien le prestataire peut-il se contenter d'une déclaration orale ? 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 écrit reste toujours préférable dans la mesure où il permettra d'apporter un élément de preuve de la réalité de la demande en cas de contestation de l'opération, laquelle peut être annulée en cas de violation de la règle. S'agissant d'une dérogation de droit, il revient au seul investisseur de qualifier l'opération qu'il souhaite effectuer de complexe ou non. Dès lors, celui-ci n'a pas à justifier de son analyse, restant seul responsable de la qualification de l'opération. En conséquence, il n'a pas à transmettre au prestataire le moindre document et ce dernier ne doit pas, en général, y apporter son jugement. Sur ce dernier point, il convient 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 (se bornant alors à assurer l'intermédiation entre le vendeur et l'acheteur) 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.

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 reste qu'il demeure 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 lorsque l'opération initiale entre le vendeur de bloc et son banquier répond bien au critère de volume, mais pas les opérations réalisées

entre ce banquier et les 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 «structurée» l'opération de 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 shæ* 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 conduit à apporter la plus grande attention à la rédaction des documents dans les opérations de reclassement, au risque de considérer comme «complexe» une convention qui ne satisfait pas aux critères de cette qualification. On a trop souvent, dans le passé et jusqu'à aujourd'hui, pensé qu'il était possible de qualifier facilement un grand nombre d'opérations de «complexe». La «complexité» ne dépend pas de l'habillage que l'on donne à l'opération. Elle résulte de l'esprit et des conditions dans lesquelles la vente a été réalisée. La plus grande prudence s'impose donc, d'autant plus qu'avec la diminution des blocs structurants – critère objectif –, les opérations de reclassement ou de cession de bloc de contrôle emprunteront désormais la voie des dérogations à l'article 45 qui, lorsqu'elles seront qualifiées de «complexes» – critère subjectif – pourront être remises en cause par tout intéressé, et donc par un minoraire contestant la qualification de «complexe».

(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 ici que la formulation employée par la loi MAF est identique à celle figurant à l'article 1<sup>er</sup> de la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 sur les établissements de crédit selon lequel «*les établissements de crédit sont des personnes morales qui effectuent à titre de profession habituelle des opérations de banque*». Dès lors, les solutions édictées dans ce dernier cas sont transposables au monopole de prestation de services d'investissement. 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. Pour autant, toute sanction n'est pas exclue : cf. en ce sens, Th. Bonneau, «Monopole bancaire et monopole des prestataires de services d'investissement» : in *Mélanges AEDBF-France*, ouv. coll. dirigé par J.-P. Mattout et H. de Vauplane, p. 49.

(2) Article 43 MAF «*Les négociations et cessions réalisées sur le territoire de la France métropolitaine et des départements d'outre-mer et portant sur des instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé ne peuvent être effectuées, à peine de nullité, que par un prestataire de services d'investissement ou, lorsqu'elles sont effectuées sur un marché réglementé, par tout membre de ce marché*».

(3) 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 : le marché réglementé dont il est ici question est un marché réglementé tel que visé à l'article 43 de la loi MAF, c'est-à-dire un marché reconnu par arrêté du ministre chargé de l'Économie et des Finances.

(4) Ph. Marini, *rapport Sénat* n° 254, p. 152.

9 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 (28). Une décision du CMF précise les conditions dans lesquelles le prestataire transmet les informations (29). 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 objets de l'opération, 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. Il convient ici de se reporter aux règles applicables pour la contrepartie simple ou la contrepartie de blocs. 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.

10 En conclusion, ces dérogations, qui sonnent le glas de plus 300 ans de principe de centralisation des ordres (30), devraient permettre au marché parisien de réaliser des opérations de gré à gré dans des conditions relativement simples. La Bourse de Paris a ainsi achevé son évolution en trouvant l'équilibre entre la pure cotation régie par les prix et celle régie par les ordres. ■

(5) H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit de la Bourse, Litec*, 1994, § 205, p. 141.

(6) L'*Ansa* (brochure n° 153, juin 1965, p. 14) expliquait que «*la loi vise toute cession à titre onéreux, autrement dit les ventes de titres. Toute opération qui ne comporte pas, en contrepartie des titres aliénés, le versement d'une somme, ne tombe donc pas sous le coup de l'obligation légale : telle une donation ou un échange de titres*».

(7) *Ansa*, Comité juridique du 11 septembre 1997.

(8) Crim. 19 janvier 1860, *DP* 1860.1.140.

(9) Percerou, note sous Cass. com. 4 février 1910, *DP* 1911.1.17.

(10) Cass. com. 25 février 1918, *Dr. fin.* 1918, p. 176 ; Cass. com. 26 février 1929, *Dr. fin.* 1929, p. 283 ; Cass. com. 7 octobre 1941, *DA* 1942, 53 ; Req. 7 juin 1943, *Gaz. Pal.* 1943.II.106.

(11) Cf. en ce sens, Comité juridique de l'AFEI du 26 novembre 1997.

(12) H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit de la Bourse, Litec*, 19, p. 94, § 224, p. 149.

(13) Les TOM ne sont donc pas visés.

(14) L'article 74 dernier alinéa prévoit que les «*intermédiaires étrangers sont assimilés à des prestataires de services d'investissement*» pour l'application de l'article 43.

(15) H. de Vauplane et J.-P. Bornet, «*Marchés financiers : le défi de transposition de la DSI*», *Bull. Joly bourse* 1996, § 68, p. 355.

(16) Le rapporteur de la Commission des finances du Sénat a relevé que «*l'obligation d'intermédiation pour les instruments admis aux négociations sur un marché réglementé est une condition nécessaire pour assurer la transparence du marché. Cette transparence repose sur la connaissance du moment, du volume et du prix de chaque transaction [...]. Or, la seule façon d'informer le marché de ces négociations, c'est de les faire transiter par des intermédiaires dans la mesure où ceux-ci sont soumis à des obligations de reporting très strictes*», Ph. Marini, p. 152.

(17) Le rapporteur de la Commission des finances du Sénat a souligné que «l'obligation de concentration a été un résultat important obtenu par les négociateurs français auprès de la Commission de Bruxelles. Nous tenions à ce que les transactions sur un instrument financier soient localisées sur un seul marché, de façon à instituer une règle d'unicité du marché et des prix pour les transactions d'un même type», *JO Sénat*, mars 1996, p. 1316.

(18) Belgique, Italie, Finlande, Norvège, Espagne. On peut ajouter à cette liste 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.

(19) 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».

(20) 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.

(21) Les travaux parlementaires nous éclairent peu en indiquant que «n'entrent dans le champ d'application de cette catégorie, en tant que services d'investissement, que les seules opérations d'achat ou de vente d'instruments financiers qui se réalisent par des transactions (sic) entre deux personnes habilitées, à l'exclusion de toute transaction (re-sic) entre une personne habilitée et un client final». Il est même précisé que «cette exception vise à exclure l'investisseur, qu'il s'agisse d'un particulier ou de la direction financière d'une grande entreprise, qui achète et cède des instruments financiers», J.-J. Jégou, *Assemblée nationale, Rapport* n° 2692, TI, p. 70.

(22) Chapitre I<sup>er</sup> du titre IV homologué par l'arrêté du 19 janvier 1988, *JO* du 12 février 1988, p. 2233.

(23) Cass. com. 16 janvier 1990, *Bull. Joly* 1990, p. 271, § 74.

(24) Paris, 28 mai 1997, *Banque & Droit*, n° 54, juillet-août 1997, p. 34.

(25) «Sur un marché réglementé, l'exécution des ordres résulte de la

confrontation générale de l'offre et de la demande. [...] La transaction résulte de la confrontation directe des ordres présentés par les membres du marché ou de leur confrontation indirecte lorsque des membres du marché assurent la contrepartie de l'offre ou de la demande».

(26) TGI Paris, 20 janvier 1988, D 1988, p. 431.

(27) Cette solution ne semble pas correspondre avec la position prise par l'Ansa dans son Comité juridique du 11 septembre 1997 selon lequel le mot cession doit être pris au sens large [cf. supra (7)]. Or, il n'est pas possible d'imaginer un champ d'application de l'obligation de concentration plus large que celui de l'obligation d'intermédiation. Dès lors, selon l'avis de l'Ansa, les exceptions à la concentration au titre des conventions complexes ne pourraient pas être différentes des exceptions à l'obligation d'intermédiation. Une telle solution serait paradoxale dans la mesure où elle viendrait élargir le champ d'application du «monopole» des PSI par rapport à celui dont bénéficiaient les agents de change et les sociétés de bourse, ce qui ne correspond en aucune manière à l'esprit de la loi du 2 juillet 1996.

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

(29) Décision CMF n° 98-04 du 25 mars 1998 : *BALO* du 30 mars 1998, p. 2550. La publicité des opérations est réalisée soit en ayant recours aux moyens informatiques de la SBF à disposition des membres du marché – soit – lorsque le prestataire n'est pas membre du marché – en confiant à un membre le soin d'assurer ce compte rendu à l'aide des mêmes moyens techniques, soit enfin par télécopie au CMF et à la SBF. Il convient de noter que le prestataire précise si l'opération est ou non qualifiée de complexe.

(30) Certes, l'introduction de la technique des blocs de structurant permettait déjà de s'affranchir du marché central lorsque le CMF donnait son accord pour que l'opération se réalise à un prix supérieur ou inférieur à 10 % de celui du marché central. Cependant, il ne s'agissait ici que d'une exception à un principe général dont la mise en œuvre dépendait de l'autorisation préalable du Conseil. Tel n'est plus le cas avec l'apparition de nombreux cas de dérogation au principe de centralisation et leur caractère quasi-automatique.

# O.D.A.L.

L'AUXILIAIRE DES PROFESSIONS JURIDIQUES ET BANCAIRES

Annonces légales – Balo – Formalités sur toute la France – Renseignements hypothécaires – Traductions simples, jurées et Rapports annuels  
INPI – Urbanisme – Domiciliation – Enregistrements – Nantissements

*Vos besoins de tous les jours au meilleur coût au meilleur délai*

61, rue de l'Arcade 75008 Paris  
Tél. : 01 42 93 02 14 – Fax : 01 43 87 68 20