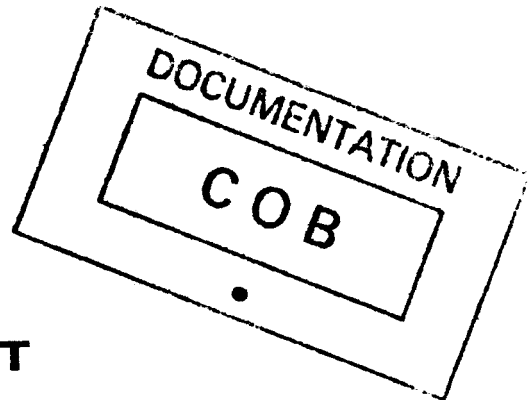


# **Commission des opérations de bourse**

---



**RAPPORT  
AU PRÉSIDENT  
DE LA RÉPUBLIQUE**

---

**COMMISSION DES OPÉRATIONS DE BOURSE**

---

# **RAPPORT ANNUEL 1968**

---

## SOMMAIRE

	Pages.
	<hr/>
<b>Introduction.</b>	
■ L'ORGANISATION DE LA COMMISSION .....	5
■ LES ATTRIBUTIONS DE LA COMMISSION .....	6
 <i>CHAPITRE I</i>	
<b>Les chances de développement du marché des valeurs mobilières en France.</b>	
<b>A — UN DEVELOPPEMENT DURABLE DU MARCHE NECESSITE UNE TRANSFORMATION QUI EST SOUHAITABLE ET POSSIBLE .....</b>	<b>12</b>
<b>B — BEAUCOUP DE CIRCONSTANCES SONT PLUS FAVORABLES QU'ELLES NE L'ETAIENT DANS LE PASSE .....</b>	<b>14</b>
 <i>CHAPITRE II</i>	
<b>L'information sur l'activité des sociétés.</b>	
- <i>L'information est indispensable au développement du marché.....</i>	<i>21</i>
- <i>En France, l'information donnée par les sociétés est exceptionnellement abondante .....</i>	<i>21</i>
- <i>Le rôle de la C.O.B. en matière d'information .....</i>	<i>23</i>
<b>A — MISSION DE SURVEILLANCE GENERALE DES INFORMATIONS PUBLIEES PAR LES SOCIETES AU COURS DE LA VIE SOCIALE .....</b>	<b>24</b>
■ Les publications périodiques obligatoires .....	24
- <i>La réglementation.....</i>	<i>24</i>
- <i>L'exécution des prescriptions réglementaires par les sociétés.....</i>	<i>25</i>
- <i>Les interventions de la Commission.....</i>	<i>27</i>
■ L'information des assemblées générales .....	28
- <i>Les rapports annuels.....</i>	<i>28</i>
- <i>La nouvelle législation des assemblées générales.....</i>	<i>29</i>
■ L'information occasionnelle et spontanée sur la vie sociale .....	31
<b>B — MISSION DE CONTROLE SYSTEMATIQUE DES INFORMATIONS PUBLIEES A L'OCCASION DES APPELS PUBLICS A L'EPARGNE .....</b>	<b>33</b>
■ La note d'information .....	33
- <i>Le contenu de la note d'information.....</i>	<i>33</i>
- <i>Le contrôle des notes d'information .....</i>	<i>34</i>
- <i>Les cas d'application.....</i>	<i>35</i>
- <i>La diffusion de la note d'information .....</i>	<i>36</i>
■ L'extension du contrôle systématique .....	37
<b>C — MISSION GENERALE D'AMELIORATION DE LA QUALITE DE L'INFORMATION ..</b>	<b>38</b>
- <i>Le problème de la signification des comptes des sociétés .....</i>	<i>38</i>
■ L'exactitude des chiffres et le rôle des commissaires aux comptes .....	39
- <i>L'importance de la mission des commissaires aux comptes.....</i>	<i>39</i>

	Pages.
- <i>La nouvelle législation</i> .....	40
- <i>L'action de la Commission</i> .....	41
■ La signification des comptes publiés. — La normalisation .....	42
■ La production de comptes consolidés .....	44
- <i>La législation en vigueur</i> .....	44
- <i>La situation de fait</i> .....	45
- <i>L'action de la Commission</i> .....	45
■ La réglementation, l'impulsion et la formation .....	46

### CHAPITRE III

#### Les bourses de valeurs.

- <i>La réglementation de la Bourse et le rôle de la Commission des opérations de bourse</i> .....	51
<b>A — L'ACTIVITE DE LA BOURSE EN 1968</b> .....	52
■ Les transactions .....	53
■ Les cours .....	55
<b>B — LA COMMISSION DES OPERATIONS DE BOURSE ET LA SURVEILLANCE DU MARCHE</b> .....	57
■ Les plaintes et réclamations .....	57
■ Les enquêtes menées d'office .....	59
- <i>Les offres publiques d'achat</i> .....	60
- <i>La surveillance systématique des variations importantes de cours</i> .....	60
■ L'insuffisance des moyens juridiques .....	63
<b>C — LES DECISIONS PRISES PAR LA COMMISSION DES OPERATIONS DE BOURSE A L'EGARD DES VALEURS NEGOCIABLES EN BOURSE</b> .....	65
■ Les introductions .....	66
- <i>L'introduction d'actions de sociétés françaises</i> .....	66
- <i>La procédure d'introduction</i> .....	69
- <i>L'introduction de valeurs à revenu fixe</i> .....	69
- <i>L'introduction de valeurs étrangères</i> .....	70
■ Les radiations .....	71
■ Les admissions .....	73
■ Les transferts de cotation sur les bourses de province .....	73
<b>D — LA MISSION DE LA COMMISSION DES OPERATIONS DE BOURSE EN MATIERE DE REGLEMENTATION</b> .....	74
■ Le pouvoir réglementaire propre de la Commission des opérations de bourse ....	74
■ Les avis sur des textes de caractère général .....	75
■ Les propositions dont la Commission prend l'initiative .....	76
■ Les études .....	78
<b>E — LES OPERATIONS EFFECTUEES PAR LES PERSONNES DISPOSANT D'INFORMATIONS PRIVILEGIEES</b> .....	79
■ Le fondement des dispositions légales .....	79
■ Les législations américaine et anglaise .....	80
■ L'application des dispositions légales en France .....	81
■ L'appréciation des dispositions légales. — Propositions .....	83



## INTRODUCTION

---

La Commission des opérations de bourse est une institution spécialisée de caractère public créée par l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967. Sa mission générale est définie par l'article premier de l'ordonnance en ces termes : « contrôler l'information des porteurs de valeurs mobilières et du public sur les sociétés qui font publiquement appel à l'épargne et sur les valeurs émises par ces sociétés ainsi que veiller au bon fonctionnement des bourses de valeurs ».

En vertu de l'article 4 de cette ordonnance, la Commission « établit chaque année un rapport au Président de la République, qui est publié au *Journal officiel* de la République française ». La Commission ayant été installée par le Ministre de l'économie et des finances le 3 janvier 1968, le présent document, qui porte sur l'année 1968, est le premier rapport annuel établi par la Commission.

Plusieurs textes ont complété l'ordonnance, principalement le décret n° 68-30 du 3 janvier 1968 fixant certaines attributions de la Commission et le décret n° 68-23 du même jour portant organisation administrative et financière de la Commission. Il convient de rappeler d'abord, à grands traits, quelles sont cette organisation et ces attributions.

## L'ORGANISATION DE LA COMMISSION

La mission confiée à la Commission est assurée par un collège de cinq membres, composé du Président, qui est nommé pour cinq ans par décret en Conseil des Ministres et exerce ses fonctions à plein temps et de quatre membres, nommés pour trois ans par arrêté du Ministre de l'économie et des finances, dont deux sont choisis en raison de l'expérience qu'ils ont acquise dans l'exercice d'une profession ayant pour objet la réalisation d'opérations de banque ou de bourse (art. 2 de l'ordonnance). Tous ces mandats ne sont immédiatement renouvelables qu'une fois.

La composition actuelle de la Commission est la suivante :

- M. Pierre Chatenet, président, conseiller d'Etat, ancien Ministre, membre du Conseil constitutionnel.
- M. Arnaud de Vogüe, président directeur général de la Compagnie de Saint-Gobain.

- M. Albert Monguilan, conseiller à la Cour de cassation.
- M. Yves Meunier, agent de change, Syndic de la Compagnie des Agents de change.
- M. René de Lestrade, directeur général de la Caisse nationale des Marchés de l'Etat.

Le Collège, dont les membres sont nommés à titre personnel et exercent collectivement leurs responsabilités, s'est réuni 44 fois en 1968.

Un Commissaire du Gouvernement, désigné par le Ministre de l'économie et des finances, siège auprès de la Commission. Il peut dans les quatre jours d'une délibération de la Commission provoquer une seconde délibération (art. 2 de l'ordonnance). Le Ministre a nommé M. Marc Vienot, chef de service à la direction du Trésor.

La Commission dispose de services qui fonctionnent sous la responsabilité d'un secrétaire général, nommé par le président avec agrément du Ministre de l'économie et des finances. M. Jean-Jacques Burgard, inspecteur des finances, a été nommé secrétaire général. Les services de la Commission comprennent actuellement 70 agents, dont près de 30 cadres. Ces derniers proviennent, en parts égales, de l'administration, du secteur privé et de la Banque de France qui a apporté à la Commission un concours précieux.

A l'image des institutions similaires qui existent dans certains pays étrangers, cette organisation fait ressortir l'indépendance que le législateur a voulu donner à la Commission. Cette indépendance se manifeste tant vis-à-vis des Pouvoirs publics qu'à l'égard des milieux professionnels.

Par ailleurs, l'importance réduite des services traduit la volonté de faire intervenir la Commission autant que possible en incitant les professionnels à suivre, sous sa surveillance, certaines voies, plutôt qu'en agissant elle-même par ses propres agents. La nature de ses attributions le permet en partie.

## **LES ATTRIBUTIONS DE LA COMMISSION**

Ainsi que l'affirme l'exposé des motifs de l'ordonnance, le but de la Commission des opérations de bourse est d'« inciter l'épargne à long terme, notamment celle de nouvelles catégories d'épargnants, à s'investir davantage en valeurs mobilières », ce qui doit contribuer à « permettre au marché financier et à la Bourse de Paris de jouer le rôle international élargi qui peut et doit être le leur ».

Le chapitre premier du présent rapport analyse les chances de développement qu'offre le marché des valeurs mobilières en France. Il expose les motifs de confiance que l'on peut avoir à cet égard, malgré certaines conditions ou certaines circonstances moins favorables.

Pour atteindre l'objectif du développement du marché, la Commission des opérations de bourse exerce une activité dans deux domaines qui, bien que concernant l'un et l'autre les valeurs mobilières, sont pourtant distincts : l'un est l'information sur l'activité des sociétés, l'autre est le fonctionnement des bourses de valeurs.

A l'égard de l'information sur l'activité des sociétés, la Commission jouit d'abord de pouvoirs de contrôle. Elle « s'assure que les publications prévues par les dispositions législatives ou réglementaires sont régulièrement effectuées par les sociétés dont les actions sont admises à la cote officielle des bourses de valeurs ou figurent au relevé quotidien des valeurs non admises à la cote » et « elle vérifie les informations que fournissent aux actionnaires ou publient les dites sociétés » (article 3 de l'ordonnance). D'autre part, elle appose son visa préalable sur les documents d'information que les sociétés faisant publiquement appel à l'épargne sont tenues de faire imprimer préalablement à toute émission ou admission à la cote officielle d'actions ou d'obligations, et qui portent sur l'organisation, la situation financière et l'évolution de l'activité de la société (articles 7 et 8 de l'ordonnance). A ces actions de surveillance qui donnent plus de garantie à l'information s'ajoute pour la Commission la tâche d'assurer le développement de l'information. Elle s'y emploie principalement en s'efforçant d'en améliorer la qualité, en provoquant ou en prenant elle-même des décisions conduisant à des présentations plus homogènes et plus significatives.

Ces tâches, et la façon dont la Commission les a remplies et compte le faire à l'avenir, sont exposées dans le chapitre II.

A l'égard du fonctionnement des bourses de valeurs, les attributions de la Commission sont plus diverses. Elles comprennent d'abord un rôle général de surveillance du bon fonctionnement du marché. Elles donnent ensuite à la Commission un pouvoir de réglementer par des décisions de caractère général les opérations de bourse. Elles lui confient en outre la responsabilité de prendre des décisions particulières concernant l'admission à la cote officielle, la radiation de la cote et le transfert de cotation des valeurs mobilières. Elles la chargent enfin de « formuler des propositions de modification des lois et règlements concernant l'information des porteurs de valeurs mobilières et du public, les bourses de valeurs et le statut des agents de change » (article 4 de l'ordonnance). La Commission assure aussi l'application, en ce qui la concerne, des dispositions édictées par l'ordonnance du 28 septembre 1967 et destinées à la surveillance et à la publicité des opérations de bourse réalisées sur certains titres par des personnes disposant d'informations privilégiées.

Le chapitre III du rapport présente les réalisations et les intentions de la Commission sur toutes ces questions. Il fait notamment ressortir la nécessité de moyens d'action juridiques plus étendus dans le domaine de la surveillance et dans les sanctions qui sont le complément indispensable du contrôle.



Actuellement, l'ordonnance accorde à la Commission un pouvoir d'enquête illimité à l'intérieur des sociétés et chez tous ceux qui ont accompli des opérations pour le compte de celles-ci ; chaque enquête est décidée par une délibération particulière de la Commission (article 5 de l'ordonnance). La Commission est également « habilitée à recevoir de tout intéressé les réclamations, pétitions, plaintes qui entrent par leur objet dans sa compétence et à leur donner la suite qu'elles comportent » (article 4 de l'ordonnance). La Commission peut enfin demander à la Chambre syndicale ou à la Banque de France de confier à leurs agents certaines missions d'enquête (article 2 du décret n° 68-30 du 3 janvier 1968).

L'énumération rapide des attributions de la Commission fait clairement ressortir son caractère original. Elle est en effet chargée à la fois de surveiller des comportements, de prendre des décisions générales ou particulières et de proposer des textes légaux ou réglementaires plus adaptés. Elle ne peut parvenir à faire face à toutes ces missions qu'en s'appuyant sur la collaboration des professionnels. Il s'agit moins pour la Commission de sanctionner et de régir que d'infléchir des attitudes, les façons de faire nouvelles ne pouvant s'imposer qu'avec le consentement actif de la majorité des intéressés.

---

## CHAPITRE I

# **Les chances de développement du marché des valeurs mobilières en France**

---



Le porteur français de valeurs mobilières a traversé depuis plus d'un demi-siècle une série d'épreuves consécutives aux deux guerres mondiales, qui l'ont rendu méfiant. L'obligataire garde le souvenir à la fois des emprunts émis par des puissances étrangères et de ceux qui ont été remboursés en monnaie dépréciée. L'actionnaire se remémore la grande crise de 1931 provoquant l'effondrement des cours des actions, qui n'avaient péniblement retrouvé un niveau convenable qu'en 1939.

Quelque temps après la fin de la deuxième guerre mondiale, l'intérêt du porteur de valeurs mobilières se réveille. Les actions, en hausse constante pendant les années d'inflation, procurent une illusion d'enrichissement, alors qu'elles se bornent à conserver le pouvoir d'achat de leurs détenteurs, ce qui illustre d'ailleurs le mérite qui s'attache à cette forme de placement.

Une succession de mouvements de hausse entre 1952 et 1962, des variations spectaculaires sur certaines valeurs en vogue, ramènent à la bourse une clientèle plus confiante qui s'est laissé surprendre par le mouvement de baisse continue, amorcé en 1962 et poursuivi jusqu'au milieu de 1967.

Ces cinq années ont renforcé un sentiment de pessimisme toujours accentué qui a découragé les épargnants d'investir dans cette forme de placement. La situation a pu paraître d'autant plus compromise que, par un concours de circonstances malheureux, un doute s'insinuait dans les esprits relativement à l'avenir des entreprises françaises sur le plan non plus économique, mais juridique et même politique.

Ce doute est suscité par toute cette partie de l'opinion publique qui conteste l'organisation des entreprises, que le Parlement, en votant le 24 juillet 1966 la nouvelle loi sur ces sociétés, vient à peine de réaffirmer. Il est grave pour le marché financier que le statut de l'entreprise soit constamment remis en question en compromettant le sentiment de sécurité de l'investissement en valeurs mobilières. L'indécision ou les excessives contradictions de la volonté nationale dans ce domaine essentiel, d'ailleurs amplifiées souvent exagérément, se traduisent tant par l'évocation de bouleversements profonds que par l'incessante remise en cause de trop de textes ; elles freinent l'élan qui serait nécessaire pour conserver à la bourse son ancienne clientèle et pour décider de nouvelles couches d'épargnants à y investir.

Il est toutefois apparu que les prévisions par trop pessimistes ne se sont pas ou pas encore concrétisées, que le pays continuait d'avoir besoin d'un marché financier et que les épargnants ne l'avaient pas entièrement déserté. On pouvait, en définitive, dans ces récentes années, se demander si un déve-

loppement de ce marché était conforme aux besoins du pays et aux intérêts des épargnants. L'exposé des motifs de l'ordonnance du 28 septembre 1967 l'affirme et la Commission des opérations de bourse a fait sien cet acte de foi dans la vitalité de l'institution. Mais la Commission pense que le développement du marché est lié à sa transformation, laquelle est possible et souhaitable. Elle pense également que nombre de circonstances étaient favorables en 1968 au succès de cette transformation malgré quelques traverses passagères.

*A. — UN DEVELOPPEMENT DURABLE DU MARCHE  
NECESSITE UNE TRANSFORMATION  
QUI EST SOUHAITABLE ET POSSIBLE*

Dans son état actuel, la population des porteurs de valeurs mobilières présente certaines caractéristiques défavorables.

Son nombre total, compte tenu des obligataires, n'est pas aussi faible qu'il est souvent allégué. Les statistiques fiscales (1), seule source d'information valable en la matière, donnent un chiffre de quatre millions d'actionnaires et d'obligataires. Mais cet effectif demeure stationnaire ; depuis 1960, date d'origine des renseignements disponibles, il n'a pratiquement pas varié. En outre, le tiers de ces investisseurs ne tirent de leur portefeuille qu'un revenu infime. Moins de la moitié d'entre eux, semble-t-il, appartiennent à la partie la plus active de la population. Leur moyenne d'âge est assez élevée. Un produit commercial qui aurait une telle clientèle serait gravement menacé.

En sens inverse, 60 % de la valeur globale des portefeuilles sont détenus par 7 % des porteurs de valeurs mobilières.

Les sondages effectués par l'Institut national de la statistique et des études économiques et le Centre de recherche économique sur l'Épargne confirment les traits dominants décrits plus haut, et notamment la détention d'une forte proportion du portefeuille par une petite minorité de porteurs.

En ce qui concerne spécialement l'actionnariat, son importance et ses caractéristiques ne sont pas nettement connues. Les évaluations les plus communément citées se situent entre 1 million et 1 million et demi de personnes.

Pour qu'un développement durable du marché se produise, il faut que s'opère une transformation de la population des porteurs de valeurs mobilières, c'est-à-dire à la fois un accroissement de leur nombre, notamment dans la catégorie des salariés, un rajeunissement, et une augmentation de l'importance des portefeuilles.

---

(1) L'administration fiscale ayant renoncé à l'établissement de la statistique d'ensemble des porteurs, les renseignements vont diminuer dans l'avenir.

Cette transformation est possible. Même à notre époque d'incitation à la consommation et de protection étendue des risques sociaux, il existe une épargne familiale importante, comme l'attestent les chiffres de la comptabilité nationale qui indiquent une épargne intérieure totale avoisinant, d'après la nouvelle base, 28 % de la production intérieure brute, et précisent que les « ménages » en forment près de 45 %. Or, même si elle est fortement sollicitée par certaines nécessités au premier rang desquelles se situe le logement, cette épargne pose un problème d'investissement sérieux. Les valeurs mobilières apportent à ce problème une solution au moins partielle qui présente de grands avantages : la possibilité de négocier les titres en bourse à un prix à peu près connu d'avance et faisant l'objet d'un large débat, donne aux capitaux engagés une liquidité et une sécurité que trop d'épargnants s'obstinent encore à chercher dans la thésaurisation. Les dividendes et intérêts produits par les actions et les obligations font de celles-ci une source de revenus d'appoint non négligeables bénéficiant d'une fiscalité que le législateur a voulu à juste titre modérée. Enfin, les valeurs mobilières à revenu variable et, à un moindre degré, certaines valeurs à revenu fixe dont le prix de remboursement est assorti d'une prime croissant avec le temps, constituent pour l'épargnant préoccupé du maintien de la valeur de son capital, une garantie certaine contre l'érosion monétaire.

L'investissement en valeurs mobilières est souhaitable car il offre également des avantages considérables pour la collectivité, à la fois parce qu'il diminue la liquidité des placements financiers et parce qu'il apporte aux entreprises les capitaux extérieurs à long terme dont elles ont besoin.

Le V<sup>e</sup> Plan a attiré l'attention sur les inconvénients d'un excès de liquidité dans l'économie et sur la nécessité de contrecarrer les mouvements spontanés à cet égard. Depuis plusieurs années, on constate en effet que le taux d'accroissement des liquidités est supérieur à celui du produit national ainsi qu'à celui des disponibilités monétaires. Actuellement, les placements à moyen et court termes représentent une moyenne de 85 % des emplois financiers des ménages. Sans s'opposer totalement, grâce à leur mobilisation facile, à la préférence individuelle pour la liquidité qui se manifeste dans les pays occidentaux, les placements en valeurs mobilières assurent, sur le plan collectif, cette consolidation de l'épargne souhaitée par le Plan.

Et surtout, ces placements sont indispensables au financement des investissements réalisés par les entreprises. L'insuffisance de l'autofinancement des sociétés françaises a été fortement soulignée par le Plan. Sans être réellement inférieure à celle des pays continentaux, leur situation à cet égard est nettement défavorable par rapport aux entreprises anglo-saxonnes.

Obligées de faire appel au financement extérieur, les entreprises sont tentées de recourir exagérément aux crédits à court et moyen termes. De multiples raisons expliquent cette tendance, mais un recours plus large aux aug-

mentations de capital et aux emprunts obligataires serait plus sain. Un dynamisme accru du marché financier permettrait de satisfaire de manière plus équilibrée les besoins qui se font jour. Les valeurs mobilières restent l'instrument privilégié par lequel l'épargne consciente et volontaire des personnes physiques peut être utilisée pour développer le capital industriel du pays.

Ces intérêts financiers se conjuguent avec un objectif plus profond. Etre intégré directement, à raison de son épargne investie, à l'activité productrice, est une façon de participer à celle-ci dans des conditions qui renforcent les liens sociaux et contribuent à faire prendre aux actes des individus une dimension plus large.

#### *B. — BEAUCOUP DE CIRCONSTANCES SONT PLUS FAVORABLES QU'ELLES NE L'ETAIENT DANS LE PASSE.*

Le développement du marché doit se trouver favorisé par une évolution progressive des institutions spécialisées qui résulte aussi bien de textes récents que d'un état d'esprit nouveau. Cette évolution peut être constatée à la fois chez les agents de change, chez les banquiers et du fait de mesures nouvelles concernant notamment les sociétés d'investissement ouvertes, la fiscalité des valeurs mobilières, et la participation des travailleurs aux fruits de l'expansion des entreprises.

Les agents de change donnent, par leur qualité d'officiers ministériels, leur organisation collégiale et leur solidarité, les plus fortes garanties d'impartialité. Les textes de 1961 et de 1966, en supprimant les courtiers en valeurs mobilières et l'autonomie des bourses de province, ont donné à cette organisation plus de simplicité et de cohésion. La loi du 23 décembre 1964 qui a interdit en principe les cessions directes où intervient une personne morale a étendu le volume des transactions traitées sur le marché même.

La loi du 28 décembre 1966, sans remettre en cause la qualité d'officiers ministériels des agents de change, a accentué leur rôle commercial. Ils ont à présent la possibilité de faire de la publicité, de réaliser des fusions avec les charges de leurs confrères, d'ouvrir des bureaux extérieurs, de conseiller la clientèle, et même de gérer les portefeuilles qui leur sont confiés.

La profession reçoit ainsi une impulsion nouvelle. Des raisons psychologiques, juridiques et financières, peuvent freiner cette évolution, mais déjà plusieurs agents de change se sont engagés avec résolution dans cette voie, avec l'appui de la Chambre syndicale qui a réalisé, depuis quelques années, un effort important dans le domaine de l'information et des relations publiques.

Les banques, en France, drainent près des trois quarts des ordres de bourse. La situation, à cet égard, est intermédiaire entre celle des Etats-Unis où les banques commerciales ne sont pas autorisées à traiter des opérations sur valeurs mobilières, et celle de l'Allemagne ou de la Suisse où elles contrôlent presque entièrement le marché, en intervenant elles-mêmes en bourse.

Les banques françaises passent pour montrer peu d'intérêt pour les valeurs mobilières, leur principale activité étant la collecte des dépôts afin de les utiliser à des opérations de crédit. D'autre part, elles sembleraient considérer comme une charge la nécessité d'exploiter des services de titres.

Il serait excessif de croire que cette impression communément répandue correspond à une réalité actuelle. Il est probable que les services de titres ne sont pas dans les banques, parmi les plus productifs, mais on ne voit pas pourquoi ils seraient fatalement déficitaires alors que des maisons de titres, surtout à l'étranger, réalisent des profits. Par ailleurs, dans les années récentes, les grandes banques de dépôt ont entrepris de développer leur activité dans ce domaine, à des degrés divers et selon des modalités différentes, notamment par un effort plus intense d'information, de démarchage et de gestion.

A la suite du rapport déposé par le Comité d'experts présidé par M. Lorrain, le législateur a autorisé en 1963, la création en France de sociétés d'investissements à capital variable. Dans tous les pays industrialisés, les formules de gestion collective de l'épargne individuelle investie sur le marché des valeurs mobilières, ont connu un grand succès. Après un départ rapide, la progression des S.I.C.A.V. s'est trouvée ralentie, avant de reprendre en 1967 et plus fortement en 1968.

Les banques jouent dans les S.I.C.A.V. un rôle primordial. Elles ont fourni les capitaux de départ et trouvé dans leur clientèle les premiers souscripteurs, ce qui leur a donné en particulier le moyen de regrouper la gestion des petits portefeuilles. Le développement récent est notamment lié à la création des S.I.C.A.V. spécialisées dans les obligations, laquelle a facilité aux banques leur effort de démarche, tout en leur permettant de s'accommoder du changement des conditions d'émission des emprunts.

La Commission estime souhaitable pour l'épargne et pour la bourse qu'une nouvelle clientèle continue à être attirée vers les S.I.C.A.V. Une partie de celle-ci pourra notamment être incitée, de ce fait, à prendre une participation plus active et plus directe à l'activité du marché.

Elle a d'ailleurs pris position dès juillet 1968 sur leur régime actuel et pense qu'un assouplissement de la réglementation régissant ces organismes favoriserait durablement leur essor (cf. chapitre III).

Depuis plusieurs années, le souci du Gouvernement de donner toutes ses chances au marché financier, s'est traduit par des mesures fiscales nettement favorables, qui s'inscrivent dans les recommandations du V<sup>e</sup> Plan.



La loi du 12 juillet 1965 aboutit à accroître la rémunération des valeurs mobilières par l'octroi d'un « avoir fiscal », égal à la moitié des sommes encaissées par les actionnaires.

En faveur des obligataires, la loi de finances pour 1966 a institué un régime d'option pour un prélèvement forfaitaire de 25 %, libératoire de l'impôt sur le revenu des personnes physiques. Quel que soit le régime choisi, ils bénéficient également de l'abattement de 500 F sur le revenu des obligations non indexées prévu par la loi de finances pour 1965.

La loi de finances pour 1966 a établi, dans un autre domaine, un régime fiscal privilégié en faveur des épargnants individuels avec la formule des engagements d'épargne à long terme. Ceux qui souscrivent de tels contrats bénéficient à la fois de l'exonération de l'impôt sur le revenu des personnes physiques, pour les revenus des placements financés par leur épargne, et de la restitution par le Trésor de l'avoir fiscal attaché aux produits exonérés.

Ces mesures favorables ne semblent pas avoir été toujours bien comprises par le public, en raison de leur complexité, et leur effet a pu être contrarié par certaines fluctuations de la politique fiscale.

Les ordonnances du 17 août 1967 instituant un régime de plans d'épargne d'entreprise et la participation des salariés aux fruits de l'expansion des entreprises pourraient se révéler très bénéfiques pour un développement du marché. Ces textes prévoient, en effet, la possibilité d'employer en valeurs mobilières, en créant un fonds commun de placement, les sommes provenant de l'épargne collective des salariés ou de l'intéressement. Si, comme on peut l'espérer, cette solution est adoptée par un nombre important d'entreprises, il devrait en résulter un accroissement du nombre des porteurs d'actions.

A l'initiative des banques et de divers investisseurs institutionnels, plusieurs sociétés de gestion de fonds communs de placement se sont créées. Elles se sont donné pour première tâche d'expliquer aussi clairement que possible au personnel des sociétés les avantages respectifs des diverses formules nouvelles. A condition que des considérations idéologiques ne viennent pas influencer l'adhésion aux différentes options offertes, la recherche de la meilleure formule pourra donner matière à des réflexions utiles sur l'intérêt des placements en valeurs mobilières et constituer une réelle initiation des salariés et des dirigeants d'entreprise à ces questions.

Pour sa part la Commission souhaite le succès de ces institutions dans la mesure notamment où elles peuvent accroître le nombre des porteurs de valeurs mobilières, et, conformément à sa mission générale, s'attachera à contrôler et à développer l'information que doit recevoir la catégorie particulière d'épargnants concernés.

En face des facteurs favorables qu'il importait de souligner, car certains sont encore trop nouveaux pour être bien connus, il convient de ne pas ignorer l'existence d'éléments défavorables.

Le premier tient surtout à un attachement trop exclusif à des formes traditionnelles de placements, généralement qualifiés de valeurs réelles, tels qu'immeubles bâtis ou terre. D'autre part, il subsiste une tendance très profonde à la thésaurisation et un attrait particulier pour l'or.

C'est pourquoi la mentalité des épargnants doit évoluer encore pour que les avantages offerts par les valeurs mobilières soient bien compris et utilisés. Il serait bon aussi que la bourse perde aux yeux du public la réputation d'être un lieu où des gains peuvent être réalisés rapidement dans des conditions qui relèvent davantage du jeu que de la spéculation raisonnable. Les progrès de l'information sur l'activité des sociétés et sur la bourse devraient permettre une mutation de cet état d'esprit.

Un second élément concerne les entreprises. On allègue parfois une relative infériorité des sociétés françaises en ce qui concerne leur dimension, le souci de la présentation de leur activité et la priorité insuffisante qu'elles donnent au profit. Cette opinion est loin d'être toujours fondée, comme le prouvent les succès commerciaux ou industriels de certaines sociétés. Les fusions et absorptions actuelles marquent d'ailleurs une prise de conscience de la nécessité d'une transformation des structures en face de la concurrence. D'autre part, le développement de l'information diffusée apporte la preuve d'un changement d'attitude à l'égard des actionnaires. Il faudrait encore qu'on admette généralement que le but légitime d'une entreprise est de réaliser des profits. La sélectivité, qui n'a jamais été absente de la bourse, ne peut que s'accroître dans l'avenir et les entreprises ne pourront demander au marché financier les capitaux dont elles auront besoin que dans la mesure où elles sauront rémunérer convenablement leurs actionnaires en les faisant également bénéficier de la croissance espérée.

Le troisième élément qui limite l'expansion du marché financier résulte des problèmes monétaires tant nationaux qu'internationaux. Ceux-ci n'ont pas empêché la reprise récente des cours, mais l'établissement du contrôle des changes a provoqué l'isolement du marché français.

Donner à la Bourse de Paris le rôle international élargi qui peut et doit être le sien, ce qui est un des objectifs fixés par l'exposé des motifs de l'ordonnance du 28 septembre 1967, nécessite le retour à un régime de liberté des changes, ainsi que l'harmonisation des prélèvements fiscaux. Les étrangers doivent pouvoir s'intéresser aux valeurs françaises et, inversement, les

Français acquérir des valeurs étrangères, dont l'introduction à la Bourse de Paris devra être encouragée.



Au terme de cette analyse des chances de développement du marché, il est permis de penser que celles-ci sont réelles, même si la transformation de certaines pratiques ou de certains états d'esprit doit être une œuvre de longue haleine, et même si des incertitudes subsistent sur des sujets importants.

La baisse des cours depuis 1962 plaçait la bourse dans une situation de départ favorable en 1968. Beaucoup d'investisseurs, français et étrangers, constatant la sous-évaluation de nombreuses valeurs françaises, estimaient qu'elles allaient connaître une rapide hausse, comparable à celle qu'avaient précédemment enregistrée les marchés d'autre pays européens. Après les mouvements contradictoires qui ont affecté la bourse au cours de l'année, la progression des cours et l'accroissement des transactions depuis la fin de 1968, justifient ces prévisions optimistes.

---

## CHAPITRE II

# **L'information sur l'activité des sociétés**

---



*L'information est indispensable au développement du marché.*

L'ordonnance du 28 septembre 1967 lie étroitement le développement du marché et la garantie de l'information donnée aux porteurs de valeurs mobilières. La clarté et la sincérité qui sont recherchées doivent permettre d'assurer un meilleur fonctionnement de la bourse et d'y attirer plus d'épargnants.

Ceux-ci, maintenant habitués dans leur vie quotidienne à recevoir de plus en plus d'informations, doivent être persuadés que l'activité boursière n'a rien d'ésotérique et que, s'ils disposent de moins de temps et de moins de connaissances que les spécialistes, ils ont à leur portée les mêmes éléments d'appréciation.

Ainsi pourrait prendre fin la méfiance que les placements en valeurs mobilières inspirent à nombre d'entre eux qui gardent le souvenir des désastres subis par l'épargne française dans le passé, et ont en outre la conviction que seuls peuvent faire de bonnes affaires en bourse, au détriment des autres, ceux qui opèrent d'après des renseignements confidentiels.

Par ailleurs, les épargnants doivent aussi acquérir le sentiment qu'ils participent à une entreprise concrète et que leurs placements profitent à l'économie nationale.

Les spécialistes (banquiers, agents de change, dirigeants de sociétés d'investissement) quant à eux, ont besoin de toutes les informations objectives possibles pour conseiller la clientèle, gérer les fonds qui leur sont confiés et, d'une façon générale, remplir complètement leur rôle à l'égard de ceux qui ont choisi de placer leur épargne en valeurs mobilières.

Les entreprises elles-mêmes, sur lesquelles repose à titre principal l'effort d'information, ne peuvent pas ignorer plus longtemps où est leur intérêt et quelles sont à cet égard leurs responsabilités ; l'avenir du système capitaliste ne se conçoit dans un pays évolué qu'avec des sociétés de plus en plus transparentes où l'actionnaire est en mesure de jouer démocratiquement son rôle.

Or, si, sur le plan législatif, de grands progrès ont été faits, une information efficace et vivante manque encore.

*En France, la masse des informations obligatoirement publiées par les sociétés est exceptionnellement abondante mais leur qualité et leur efficacité sont insuffisantes.*

Dans tous les pays la nécessité de l'information est apparue lentement et tardivement. Au XIX<sup>e</sup> siècle les lois sur les sociétés anonymes ne prévoyaient

aucune divulgation de renseignements financiers. La loi de 1907, en France, à la même époque que dans les autres pays industrialisés, a, pour la première fois, exigé la publication des bilans, mais uniquement à l'occasion d'un appel public à l'épargne dont ce texte avait précisément pour objet de fixer les modalités. Ces dispositions ont été complétées par deux décrets-lois de 1935.

Il faut attendre l'ordonnance du 4 février 1959 pour qu'apparaisse dans notre droit l'obligation faite aux sociétés cotées en bourse d'effectuer des publications périodiques de leurs chiffres d'affaires et des comptes sociaux. Auparavant, la Bourse de Paris, comme celle des autres grandes places, exprimait certaines exigences, mais sans avoir les moyens de les faire respecter. Le décret du 29 novembre 1965, premier texte exclusivement consacré à l'information des actionnaires et du public, a fixé l'étendue de cette obligation, que la loi sur les sociétés du 24 juillet 1966 et son décret d'application du 23 mars 1967 n'ont fait pour l'essentiel que confirmer.

Depuis que ces derniers textes sont en vigueur, les sociétés françaises faisant appel à l'épargne publient une masse d'informations financières plus importante que dans n'importe quel autre pays. Aux Etats-Unis, la loi très novatrice de 1933 a jeté les fondements d'une large information, mais elle s'applique à un nombre de sociétés proportionnellement plus restreint qu'en France. Dans aucun autre pays, il n'existe de dispositions impératives ayant la même portée.

Si ce brusque progrès constaté en France dans la masse des informations disponibles n'a pas été mieux perçu, c'est que les efforts remarquables faits sur le plan de la qualité et de l'efficacité par des sociétés, en nombre croissant, ont été encore insuffisamment suivis par beaucoup d'autres. Telle est, ainsi que le précise l'exposé des motifs de l'ordonnance du 28 septembre 1967, l'une des raisons qui ont motivé la création de la Commission des opérations de bourse.

En effet, les publications légales n'atteignent guère le grand public. Leur sincérité et leur signification ne faisaient par ailleurs l'objet d'aucun contrôle.

La différence qui existe entre la publication obligatoire de certains renseignements et l'information proprement dite est aisément perceptible.

La publication obligatoire tend à devenir une formalité ayant sa fin en soi, sinon la justification d'une carence. L'information présume en revanche une attention spéciale portée aux besoins du public, renouvelés et divers en fonction des circonstances. Elle doit comporter un contenu évolutif selon les moments et s'adapter aux personnes qu'elle cherche à atteindre. Elle doit être véhiculée par des moyens de diffusion étudiés en fonction de ces personnes.

En instituant la Commission des opérations de bourse, le législateur a voulu créer cette mutation que l'accumulation de publications légales n'avait pas produite. Gardienne du système légal et soucieuse d'en augmenter l'efficacité, la Commission a surtout la charge d'assurer, sans accroître les réglementations actuelles déjà très étendues, une adaptation permanente et souple de l'information aux exigences normales des épargnants et des spécialistes.

*Le rôle de la Commission des opérations de bourse en matière d'information.*

Une première mission de la Commission consiste à surveiller l'information publiée par les sociétés.

Elle s'assure que les prescriptions réglementaires sont effectivement respectées par tous dans les délais impartis. Il lui faut également s'efforcer de déceler, dans ces publications légales, ainsi que dans les autres informations données par les sociétés, les erreurs, les lacunes ou les éventuelles tromperies qu'elles peuvent contenir.

Mais la surveillance va au-delà d'un simple contrôle de matérialité. Elle doit porter sur la diffusion même de l'information. Par ailleurs elle doit tendre à inciter beaucoup plus qu'à réprimer. Aucune surveillance, en effet, aucune incitation extérieure, ne peut remplacer la détermination d'une société de dire vite, exactement, dans le langage et par le moyen qui conviennent le mieux, ce que le public a besoin de savoir pour la bien connaître.

Une seconde mission de la Commission est de contrôler systématiquement et *a priori* l'information publiée par les sociétés préalablement à un appel à l'épargne.

Sur ce point, l'ordonnance du 28 septembre 1967, en instituant la « note d'information » a complété la loi sur les sociétés. Paradoxalement, en effet, alors que l'information préalable à un appel à l'épargne est de loin la plus ancienne, alors que la nouvelle loi sur les sociétés est très exigeante en ce qui concerne les publications périodiques, cette loi était restée très en retrait par rapport à la législation ou à la pratique des pays industrialisés à propos de l'information liée à des émissions de titres.

L'apport essentiel de la nouvelle disposition n'est pas d'ajouter une obligation nouvelle à la liste de celles qui étaient antérieurement prescrites. Il introduit un esprit nouveau, par la possibilité qu'a la Commission de faire adapter le contenu de la note d'information aux circonstances qui varient sans cesse.

Dans une troisième mission, la Commission se doit de prendre ou de favoriser toutes les mesures susceptibles d'améliorer la qualité de l'information donnée et son efficacité. Cette tâche immense, aux aspects très



divers, la Commission la considère comme essentielle et urgente. Des actions en profondeur ont été entreprises ou le seront dans l'avenir concernant les moyens d'augmenter la sincérité des chiffres, leur signification réelle, la diffusion des informations, et jusqu'à la formation de ceux à qui elles sont destinées et qui ne les reçoivent véritablement qu'à raison de leur capacité de les assimiler.

#### A. — *MISSION DE SURVEILLANCE GENERALE DES INFORMATIONS PUBLIEES PAR LES SOCIETES AU COURS DE LA VIE SOCIALE*

La surveillance qu'exerce la Commission des opérations de bourse concerne, tant les publications périodiques obligatoires, que l'information donnée aux assemblées générales, ou celle qui est fournie d'une manière spontanée sur la vie sociale.

Portant sur une masse considérable d'informations, cette surveillance demeure inévitablement générale, quelques points faisant l'objet d'examens particuliers ou systématiques. En revanche, son domaine s'étend sur tous les aspects de l'information, y compris la diffusion.

#### **Les publications périodiques obligatoires.**

##### *La réglementation.*

Aux termes du premier alinéa de l'article 3 de l'ordonnance du 28 septembre 1967, la Commission s'assure que les publications prévues par les dispositions législatives ou réglementaires sont régulièrement effectuées par les sociétés dont les actions sont admises à la cote officielle des bourses de valeurs ou figurent au relevé quotidien des valeurs non admises à la cote. Cette tâche n'était pas effectuée antérieurement.

Depuis l'ordonnance du 4 février 1959, renforcée par le décret du 29 novembre 1965, il s'agit essentiellement des renseignements suivants : chiffre d'affaires trimestriel par branche d'activité, situation provisoire semestrielle du bilan, bilan définitif, compte de pertes et profits et compte d'exploitation générale, inventaire du portefeuille, tableau des filiales et participations et tableau de répartition et d'affectation des bénéfices. La publication est faite par insertion au Bulletin des annonces légales obligatoires (B.A.L.O.).

Si les sociétés cotées dont le bilan n'excède pas dix millions de francs et les sociétés négociées hors cote sont dispensées de ces publications, l'obligation s'applique en revanche aux sociétés non cotées filiales à 50 % des sociétés elles-mêmes assujetties, à certaines conditions.

Il est à noter que les banques et les compagnies d'assurances bénéficient d'un régime spécial en raison notamment du contrôle dont elles font l'objet de la part respectivement de la Commission de contrôle des banques et de la Direction des assurances. Ce régime aboutit à ce que l'information donnée par ces sociétés est, en ce qui concerne les banques, plus restreinte que pour les autres sociétés, et en ce qui concerne les compagnies d'assurances, plus étendue mais moins fréquente et tardive. La Commission étudie avec les organismes compétents la possibilité d'améliorer cette situation.

En l'absence de documentation suffisante, la Commission a pendant l'année 1968, limité son contrôle aux publications périodiques des sociétés cotées elles-mêmes, sans le faire porter sur leurs filiales.

A la date du 1<sup>er</sup> janvier 1968, les sociétés assujetties étaient au nombre de 1.142. En effet, sur les 1.427 sociétés françaises cotées :

- 230 avaient un bilan inférieur à 10 millions,
- 55 étaient en liquidation.

*L'exécution des prescriptions réglementaires par les sociétés.*

Les tableaux qui suivent font apparaître dans quelle mesure les sociétés se sont acquittées de leurs obligations.

**TABLEAU I**  
**Publication du chiffre d'affaires (1).**

DATE LIMITE DE PUBLICATION	CHIFFRE D'AFFAIRES DU			
	4 <sup>e</sup> trimestre 1967	1 <sup>er</sup> trimestre 1968	2 <sup>e</sup> trimestre 1968	3 <sup>e</sup> trimestre 1968
	15 février	15 mai	15 août	15 novembre
Sociétés ayant publié dans les délais (45 jours) .....	73,4 %	89,3 %	39,6 %	88,7 %
(dont sociétés ayant publié dans les 30 jours.) .....	(8,6 %)	(26,6 %)	(7,3 %)	(34,5 %)
Sociétés ayant publié moins de 2 semaines après les délais ..	13,3 %	2 %	36 %	4,4 %
Sociétés ayant publié plus de 2 semaines après les délais ..	8,9 %	3,9 %	18,1 %	2,3 %
Sociétés n'ayant pas publié ..	4,4 %	4,8 %	6,3 %	4,6 %
	100	100	100	100

(1) Banques et établissements financiers non compris.

Le tableau I montre que 9 sociétés sur 10 environ respectent le délai réglementaire, 1 sur 20 étant défailante. Les retards importants qui se sont fait jour pour la publication du chiffre d'affaires du deuxième trimestre 1968 sont dus aux difficultés qui ont suivi les événements du printemps, le B.A.L.O. de son côté ayant pris des délais sensiblement plus longs qu'à l'ordinaire.

Le progrès le plus notable intervenu au cours de l'année réside dans le nombre de sociétés qui ont publié leur chiffre d'affaires dans le mois suivant la fin du trimestre. Le souci de célérité qu'ont ainsi manifesté plus d'un tiers des sociétés mérite d'être souligné et encouragé.

Il convient de remarquer que, parmi les sociétés dont l'exercice social ne se termine pas avec un trimestre civil (46 en tout), se trouve une proportion plus grande de sociétés retardataires (entre 43 et 58 %) ou défailantes (entre 8 et 15 %). En ce qui concerne l'absence de publication, elle n'est presque jamais le fait des mêmes sociétés. Seules 11 sociétés, soit moins de 1 %, n'ont publié aucun chiffre d'affaires trimestriel. Ces chiffres sont de 27 sociétés, soit 2,4 %, pour les situations provisoires du bilan.

**TABLEAU II**  
**Publication des situations provisoires du bilan.**

DATE LIMITE DE PUBLICATION	2 <sup>e</sup> SEMESTRE 1967	1 <sup>er</sup> SEMESTRE 1968
	30 avril	31 octobre
Sociétés ayant respecté le délai réglementaire (4 mois) .....	68,8 %	86,2 %
(Dont sociétés ayant publié dans le délai de 3 mois.) .....	(2,3 %)	(19,5 %)
Sociétés ayant publié dans le cours du 5 <sup>e</sup> mois .....	10,3 %	4,5 %
Sociétés ayant publié après le 5 <sup>e</sup> mois ....	1,5 %	0,7 %
Sociétés n'ayant pas publié .....	19,4 %	8,6 %
	100	100

Le pourcentage des sociétés défailantes est anormalement élevé (près de 9 %) et celui des sociétés à qui trois mois suffisent pour produire la

situation provisoire de leur bilan, est relativement modeste (moins de 20 %).

Par ailleurs, le respect des dispositions réglementaires a été sensiblement meilleur pour la situation en milieu d'exercice que pour celle en fin d'exercice. De nombreuses sociétés, en effet, parce qu'elles estimaient que le bilan était le seul document valable, par souci d'économie ou encore, par suite d'une mauvaise interprétation des textes, ont négligé de publier leur situation provisoire en fin d'exercice, préférant attendre l'approbation de leur bilan par l'assemblée générale ordinaire. Si cette pratique est normale dans le cas, malheureusement très rare, où le bilan est publié dans le délai prévu pour la situation provisoire, elle n'est pas acceptable dans le cas contraire, la moitié d'un nouvel exercice s'écoulant alors sans que les actionnaires aient connaissance de la situation de leur société à la fin de l'exercice clos.

En ce qui concerne la publication des documents comptables approuvés par les assemblées, 63 % seulement des sociétés les ont, au cours de l'année 1968, perturbée il est vrai par des événements exceptionnels, publiés dans le délai réglementaire. 45 sociétés, soit 4,8 % du nombre total, n'ont pas publié avant le 31 décembre 1968 leur bilan au 31 décembre 1967.

Ces résultats peu satisfaisants traduisent également une façon de procéder qui ne recherche pas la plus grande rapidité. En effet, la publication du bilan et des comptes de résultats annuels ne présente aucune difficulté puisque ces documents sont présentés à l'assemblée générale des actionnaires. Ils peuvent donc être envoyés au Bulletin des annonces légales obligatoires, immédiatement après leur approbation par celle-ci. Rien ne justifie la pratique consistant à attendre un mois avant de demander l'insertion.

#### *Les interventions de la Commission.*

La Commission a rappelé leurs obligations aux sociétés cotées qui ont publié en retard chiffre d'affaires, situation provisoire ou bilan, ou qui n'ont pas procédé à une des publications prescrites, et leur a demandé de régulariser leur situation. Plus de 1.000 lettres ont été envoyées, en mars, octobre et décembre.

En revanche, la Commission n'a pas, au cours de sa première année de fonctionnement — partiellement troublée au surplus par des événements exceptionnels — mis en œuvre les sanctions pénales prévues par la loi.

Quant au contenu même des informations publiées, la Commission a effectué quelques contrôles par sondages. Ceux-ci ont mis en lumière un certain nombre d'anomalies. Ainsi, des sociétés publiaient des chiffres d'affaires qui n'étaient pas comparables entre eux, du fait, par exemple, que le

chiffre le plus récent incluait celui d'une société absorbée en cours d'exercice sans que cette addition soit précisée. Les situations provisoires ont souvent paru beaucoup moins correctes que le bilan lui-même au point de vue de la rigueur comptable ; la Commission est intervenue à différentes reprises pour demander à des sociétés de corriger telle ou telle irrégularité.

### **L'information des assemblées générales.**

La réunion de l'ensemble des actionnaires en assemblée générale ordinaire est une occasion privilégiée pour les sociétés de présenter leur activité. Devant solliciter l'approbation des comptes de l'exercice écoulé, le Conseil d'administration se doit de les expliquer et de motiver les changements intervenus par rapport aux années antérieures. C'est un moment d'élection pour présenter une vue d'ensemble de la structure et du fonctionnement d'une société, esquisser les perspectives et formuler des intentions.

A ce moyen traditionnel, la récente législation sur les sociétés a ajouté de nouveaux instruments. Les sociétés qui sollicitent de leurs actionnaires une procuration pour voter en leur nom à l'assemblée doivent adresser à ceux-ci, non seulement le texte des résolutions présentées à leur vote, mais encore les informations nécessaires pour qu'ils puissent se former une opinion à leur sujet.

#### *Les rapports annuels.*

La législation qui, dans d'autres domaines, détaille avec minutie les mentions exigées, ne réglemente guère les indications qui doivent être contenues dans le rapport présenté annuellement à l'assemblée générale, malgré l'importance unique de ce document.

Dans un grand nombre de cas, le rapport du Conseil d'administration se borne à énoncer des généralités. Il est même parfois impossible de savoir, à la lecture du rapport, quelle est la nature de l'activité de la société. Ailleurs, ce qui la concerne disparaît sous un amas de considérations vagues relatives à la conjoncture de l'économie mondiale.

Quant au rapport des commissaires aux comptes, il contient le plus souvent des indications qu'il est de la responsabilité du Conseil d'administration de présenter ; rédigé sous une forme analytique, ce rapport ne fait pas ressortir les observations qu'il appartiendrait aux commissaires de formuler.

Une minorité de sociétés, en revanche, dont le nombre croît chaque année, a pris conscience de l'intérêt qu'elle avait de publier des rapports clairs et complets, non seulement à l'intention de ses actionnaires mais aussi pour l'information des professionnels et du public. Ces efforts portent tant

sur la présentation que sur la qualité des informations contenues dans le rapport.

Pour la présentation, ces sociétés s'inspirant de précédents étrangers, ont cherché à en rendre la lecture attrayante en incluant dans le texte des reproductions photographiques de leurs usines ou de leurs produits et en présentant sous forme de tableaux et de graphiques des éléments chiffrés qui, sans cela, seraient d'une lecture austère.

En ce qui concerne les informations proprement dites, les progrès les plus remarquables ont été réalisés dans la description de l'activité de la société et de sa structure, de sa place à l'intérieur de son secteur professionnel, ainsi que dans la publication de tableaux synoptiques fournissant une évaluation chiffrée sur plusieurs années des données caractéristiques de la société ou de son groupe et, parfois enfin, dans la présentation des comptes consolidés.

Au-delà de sa mission de surveillance, la Commission souhaite que l'amélioration constatée se poursuive. Elle compte encourager des pratiques telles que le développement d'organigrammes, permettant à l'actionnaire de mieux comprendre la structure du groupe dont sa société fait partie, ou la présentation d'éléments chiffrés portant sur une période de dix ans, ou encore le rappel schématique des méthodes de consolidation. Bien d'autres informations peuvent présenter de l'intérêt, par exemple, la répartition du chiffre d'affaires et du bénéfice d'après les principales activités, l'importance des travaux de recherche, la description complète de l'outil de production et des filiales étrangères les plus caractéristiques. Enfin, les renseignements boursiers, qui sont à peu près toujours exclus des rapports, y auraient pourtant leur place. Ils apporteraient à l'actionnaire des informations qui lui sont utiles et témoigneraient de l'intérêt que les dirigeants de la société portent à ses préoccupations légitimes.

Il est normal que la société dispose d'une grande marge d'appréciation dans le choix des renseignements donnés dans le rapport annuel. Néanmoins, son intérêt immédiat pourrait, dans des circonstances déterminées, prévaloir sur le souci d'information de l'actionnaire. La Commission restera attentive et veillera à l'objectivité de l'information qui est ainsi diffusée.

#### *La nouvelle législation des assemblées générales.*

Tandis que les publications légales obligatoires sont destinées à l'ensemble du public, les documents que la société est tenue de mettre à la disposition des actionnaires ont pour objet précis de permettre à ceux-ci de se prononcer en connaissance de cause sur les résolutions qui seront soumises à l'assemblée générale, ce qui implique qu'ils aient pu porter un jugement informé sur la gestion et la marche de la société.

Les dispositions de la loi du 24 juillet 1966 apparaissent très importantes et devraient contribuer à ce que les assemblées générales ne soient pas seulement de simples chambres d'enregistrement de décisions prises par un Conseil d'administration détenant en fait tous les pouvoirs.

Si la société, c'est-à-dire en fait le Conseil d'administration, envoie une formule de procuration aux actionnaires, elle doit y joindre l'ordre du jour de l'assemblée, le texte des résolutions présentées par le Conseil d'administration ou les actionnaires, l'exposé sommaire de la situation de la société pendant l'exercice écoulé, accompagné d'un tableau faisant connaître les résultats de la société au cours de chacun des cinq derniers exercices ainsi qu'une formule de demande d'envoi de documents et renseignements.

L'actionnaire a en effet la faculté de demander à la société de lui adresser des renseignements sur les dirigeants de la société, le rapport du Conseil d'administration qui sera présenté à l'assemblée, le compte d'exploitation générale, le compte de pertes et profits, le bilan et le rapport spécial des commissaires aux comptes.

Lorsque la société ne sollicite pas de procuration de ses actionnaires, elle n'a pas à leur adresser spontanément de documents. Elle tient à la disposition des actionnaires qui en feraient la demande l'ensemble des documents précisés ci-dessus. Il n'en reste pas moins que cette disposition aboutit dans les faits à moins informer les petits actionnaires.

A compter de la convocation de l'assemblée générale ordinaire annuelle et au moins pendant le délai de quinze jours qui précède la réunion, tout actionnaire a en outre le droit de prendre connaissance, au siège social ou au lieu de la direction administrative, de divers documents, notamment l'inventaire et la liste des actionnaires arrêtée au seizième jour qui précède la réunion.

Il est à noter d'ailleurs que ce droit de communication ne se limite pas à la période préparatoire des assemblées générales. En effet, tout actionnaire a le droit à toute époque de l'année d'obtenir communication des documents sociaux visés précédemment et concernant les trois derniers exercices ainsi que les procès-verbaux et feuilles de présence des assemblées tenues au cours de ces trois derniers exercices.

Enfin, la nouvelle réglementation du registre du commerce permet à tout demandeur de prendre connaissance au greffe du Tribunal de commerce non plus seulement des actes constitutifs et des statuts des sociétés, mais encore du bilan, des comptes de pertes et profits et d'exploitation générale, documents que les sociétés par actions sont maintenant tenues de déposer dans le mois qui suit leur approbation par l'assemblée générale des actionnaires.

Depuis la promulgation de la loi, ces dispositions sont applicables pour les sociétés ayant mis leurs statuts en harmonie avec la nouvelle législation.

En tout état de cause, ces dispositions sont entrées en vigueur, pour toutes les sociétés à compter du 1<sup>er</sup> octobre 1968.

La Commission a décidé d'en contrôler l'application pour l'avenir. La surveillance qu'elle a pu opérer jusqu'à présent n'est pas significative du fait que la plupart des assemblées générales se tiennent au printemps.

### **L'information occasionnelle et spontanée sur la vie sociale.**

Les informations dont il vient d'être question ont la double particularité d'être régies, dans leur principe sinon toujours dans leur contenu précis, par des textes, et d'être périodiques. Deux questions nouvelles doivent être abordées : celle des moyens de diffuser ces renseignements sous une forme adaptée à un public plus large que celui des abonnés au B.A.L.O. ou des actionnaires dont l'adresse est connue de la société et celle de l'information à donner sur des faits occasionnels suffisamment importants pour mériter d'être portés sans retard à la connaissance du public.

Ces questions sont de la première importance. Il est essentiel que les obligations légales ne profitent pas seulement aux professionnels et aux spécialistes, laissant au marché financier et à la vie des entreprises ce caractère ésotérique qu'ils ont eu jusqu'à présent, mais qu'elles débouchent sur une véritable information de masse susceptible d'atteindre tous les épargnants, par les moyens et à la mesure correspondant à leurs besoins.

De nombreuses initiatives se développent dans ce sens. Des sociétés, chaque année plus nombreuses, réduisent l'espacement des contacts annuels dus à l'assemblée générale par des lettres aux actionnaires paraissant avec une périodicité régulière. Pour toucher le milieu spécifique des analystes financiers, dont les exigences sont très supérieures à celles de la masse des actionnaires, une vingtaine de sociétés ont organisé en 1968 des visites et des conférences au cours desquelles une information approfondie leur a été donnée. Des réunions destinées à d'autres publics, spécialisés ou plus larges, sont également tenues.

La méthode des communiqués, abondamment reproduits, présente un intérêt particulier. Certes, il s'agit là d'une matière délicate, qui par sa nature est plus l'objet d'orientation que de réglementation précise. Cette pratique est loin d'avoir donné tout ce qu'on peut en attendre. Jusqu'à présent, elle sert surtout à diffuser à un large public quelques informations essentielles qui pourraient ne pas l'avoir atteint autrement. Mais elle n'est pas suffisamment utilisée comme moyen de rendre rapidement officielles et vraiment publiques des informations qui circulent, sous une forme plus ou



moins déformée, dans les cercles restreints des professionnels. Les pays anglo-saxons attachent une importance extrême à cette divulgation officielle et immédiate — ne serait-ce que pour infirmer de fausses rumeurs — des faits susceptibles d'intéresser le marché et d'influer sur les cours des titres. Ils en font une règle qui, souple dans son application, est rigide dans son principe, rien ne pouvant jouer un rôle aussi grand pour donner à la masse des investisseurs l'impression qu'ils ont les mêmes éléments que les professionnels pour prendre leurs décisions, même s'ils n'ont pas les mêmes possibilités de fait de les recenser systématiquement et de les traiter scientifiquement.

Pour un fonctionnement efficace et sain du marché, le rôle des moyens de communication de masse est considérable. Jusqu'à présent, la presse a été le principal support de cette information. La Commission a constaté avec intérêt que la grande presse quotidienne avait développé les surfaces qu'elle consacre aux entreprises et au marché financier, relayant avec une efficacité accrue l'action plus limitée de la presse spécialisée. Mais depuis peu, l'usage massif de la radio et de la télévision s'est révélé d'une puissance qui laisse prévoir une utilisation sensiblement plus large dans l'avenir, au moins pour les grandes entreprises ou dans les occasions les plus marquantes.

En face des problèmes soulevés par toute cette information, la Commission a deux tâches. D'une part, elle doit s'efforcer d'exercer une surveillance générale sur le contenu des messages transmis. D'autre part, elle doit essayer de développer l'usage des moyens les meilleurs.

Concrètement, sa surveillance a eu jusqu'à présent une portée limitée. Elle a demandé aux sociétés de lui adresser le texte de tous leurs communiqués. Ses vérifications ont principalement consisté à s'assurer que les chiffres cités étaient bien ceux qui avaient été publiés au B.A.L.O. et pouvaient valablement être comparés à ceux des années antérieures. Dans tous les cas, ces vérifications ont été faites sur dossiers, un seul communiqué ayant entraîné une enquête approfondie. Il reste à la Commission beaucoup à faire pour s'assurer que des informations inexactes, ou trompeuses, ne sont pas diffusées.

Mais une tâche plus large encore, et plus délicate, est de réduire les vastes lacunes qui subsistent dans l'information, pour qu'elle devienne précise, exacte et rapide. Avec le concours des sociétés déjà convaincues qu'il est de leur devoir et de leur intérêt d'avoir une politique d'information active, et l'appui de tous ceux qui en ressentent le goût et le besoin, des progrès devraient être, année après année, enregistrés.

Par ailleurs, la Commission a créé à son siège, un Centre d'information ouvert à tous, afin de mettre à leur disposition les informations publiques qu'elle détient sur les sociétés cotées.

B. — *MISSION DE CONTROLE SYSTEMATIQUE DES INFORMATIONS  
PUBLIEES A L'OCCASION DES APPELS PUBLICS A L'EPARGNE  
OU DES INTRODUCTIONS EN BOURSE*

**La note d'information.**

L'ordonnance du 28 septembre 1967 oblige les sociétés, avant toute émission ou introduction en Bourse, à imprimer un document qui, après avoir été visé par la Commission des opérations de bourse, est mis à la disposition des éventuels souscripteurs.

L'appel à l'épargne a toujours été considéré par le législateur, en France et à l'étranger, comme un événement important. C'est lui qui, en 1907, a été régi par des dispositions imposant aux sociétés de donner certains renseignements, publiés au B.A.L.O. La loi du 24 juillet 1966 a édicté au même sujet des prescriptions précises.

L'apport de l'ordonnance de 1967, par rapport à la législation existante, est néanmoins fondamental. Le document prescrit couvre, en effet, une matière beaucoup plus vaste qu'antérieurement puisqu'il doit porter sur l'organisation, la situation financière et l'évolution de l'activité de la société. Sa diffusion est beaucoup plus large que celle du B.A.L.O. puisqu'il doit être remis ou adressé à toute personne dont la souscription est sollicitée, en même temps qu'il est tenu à la disposition du public. Enfin, il fait l'objet d'un visa de la Commission des opérations de bourse qui a le pouvoir d'indiquer les énonciations à modifier et les informations complémentaires à insérer. Afin de pouvoir donner un visa en connaissance de cause, la Commission est habilitée à demander toutes explications ou justifications, notamment sur la situation, l'activité et les résultats de la société ; elle peut même faire procéder par ses agents à une enquête approfondie au siège de la société ou chez tous ceux qui sont en rapport avec elle.

*Le contenu de la note d'information.*

Dès décembre 1967, la Commission eut à préciser quels renseignements elle entendait voir figurer dans les notes d'information. Il y a loin, en effet, des énonciations de caractère essentiellement juridique prescrites par la loi de 1907, reprises par la loi de 1966, à l'information que vise à assurer l'ordonnance de 1967. Ce dont l'épargnant a besoin pour porter un jugement sur un investissement, c'est moins l'objet social que l'activité de la société, le montant du capital social que celui des capitaux propres, le dernier bilan que l'évolution financière de la société sur une période de temps significative.

La Commission a donc été amenée à faire connaître aux sociétés les schémas provisoires que, dans un premier temps, elles pouvaient utiliser ; l'un concernait les émissions d'actions de numéraire et d'obligations, ainsi que les admissions de valeurs nouvelles à la cote officielle, l'autre s'appliquait à la cotation des actions d'apport. Enfin, un modèle très sensiblement allégé a été mis au point au cours du second semestre à l'usage des émetteurs qui recourent chaque année, ou même deux fois par an, au marché financier.

Ces modèles expérimentaux tendaient d'abord à rassembler dans un document unique des informations éparses déjà publiées par les sociétés soit conformément à l'obligation qui leur en était faite par la loi, soit spontanément.

Ils se proposaient, en outre, d'indiquer les informations nouvelles qu'il semblait nécessaire de fournir pour rendre plus claire la situation de la société. Tels étaient notamment le nom des actionnaires possédant plus de 10 % du capital social, des indications sur les principaux investissements effectués pendant les dernières années, en cours, ou projetés et, au besoin, sur les travaux d'études et de recherche entrepris, le chiffre des effectifs employés et, éventuellement, un organigramme du groupe auquel appartenait la société, l'utilisation sommaire des fonds à provenir de l'émission projetée. Les notes d'apports devaient faire ressortir clairement les critères retenus pour déterminer la rémunération des actifs cédés et, le cas échéant, la parité d'échange des actions des sociétés en cause.

Au terme de huit mois d'expérience et après avoir demandé au Centre de recherche économique sur l'épargne de faire une enquête par sondage sur l'opinion des intéressés (entreprises, intermédiaires financiers et investisseurs) sur la note d'information, il a été préparé un nouveau projet de note d'information valable pour les émissions d'actions en numéraire et d'obligations ainsi que pour les admissions de valeurs nouvelles à la cote officielle.

Après avoir recueilli l'avis des organismes professionnels intéressés, la Commission a arrêté ce nouveau modèle de note d'information qui sera mis en application en 1969.

#### *Le contrôle des notes d'information.*

Aux termes de l'ordonnance, la Commission doit apposer son visa préalable sur les notes d'information. Il ne s'ensuit pas que la Commission approuve, à quelque titre que ce soit, l'opération qui lui est présentée. Cette procédure tend seulement à mettre à la disposition des intéressés des éléments d'information qui doivent permettre à chacun de prendre sa décision, en pleine responsabilité, mais en meilleure connaissance de cause.

La nouveauté de cet instrument d'information, les délais assez brefs imposés par le calendrier des opérations projetées, et aussi, dans certains

cas, les réticences des émetteurs à fournir les renseignements requis, ont conduit les services de la Commission à intervenir d'une manière très active dans l'élaboration de la plupart des notes publiées en 1968.

Les services de la Commission effectuent, en premier lieu, un contrôle de similitude sur les chiffres et les indications contenues dans les projets qui leur sont soumis. Ils vérifient que ces renseignements ne sont pas différents de ceux qui ont été publiés par ailleurs. Les services, en second lieu, s'assurent que le projet contient toutes les informations et les explications suffisantes pour que le lecteur comprenne l'évolution de la société, ainsi que la nature et le motif de l'opération proposée ; des contacts sont pris systématiquement avec les intermédiaires susceptibles de renseigner utilement la Commission ; un effort de rédaction claire est exigé. Enfin, les services veillent à ce que la mise en forme du projet facilite, autant que possible, sa consultation.

En 1968, la Commission n'a estimé devoir pousser ses investigations jusqu'au stade de l'enquête au siège de la société que dans deux cas. Ce mode d'instruction devrait demeurer exceptionnel. En tout état de cause, le visa n'implique pas que la Commission ait pu vérifier l'intégralité des renseignements qu'il couvre.

#### *Les cas d'application.*

En 44 séances, la Commission a donné 236 visas de notes d'information concernant les opérations suivantes :

— Introduction en bourse .....	23
— Souscriptions d'actions de numéraire .....	82
— Emprunts obligataires * .....	41
— Cotation d'actions d'apports .....	62
— Conversions de parts .....	6
— Conversions d'obligations .....	8
— Constitutions de sociétés avec la procédure d'appel public à l'épargne .....	2
— Constitutions de SICAV .....	12
Total .....	<u>236</u>

Sauf exception, l'examen par la Commission n'a pas eu pour effet d'allonger sensiblement les opérations d'émission. Dans la majorité des cas, il ne s'est pas écoulé plus de quinze jours entre le dépôt d'un projet susceptible d'être pris en considération et l'obtention du visa de la Commission. Pourtant, la Commission a dû différer l'octroi de son visa à deux notes d'information ; l'une a pu paraître après que les modifications demandées ont été apportées ; l'autre a été retirée.

---

\* Dont 4 émissions d'obligations convertibles.

La Commission a estimé devoir dispenser certaines opérations de l'établissement d'une note d'information.

Certaines dispenses ont été accordées systématiquement, dans le cas d'émission d'actions gratuites (78 cas), ou lors de la cotation d'actions ou d'obligations dont l'émission avait donné lieu à l'établissement d'une note (85 cas) dès lors qu'aucun fait nouveau n'était intervenu.

D'autres dispenses ont été données, cas par cas, pour des opérations portant sur des capitaux d'un montant minime et concernant un très petit nombre d'actionnaires généralement parfaitement informés. Les décisions ont porté sur 28 cas dont 2 avaient trait à des émissions d'actions de numéraire, les 26 autres concernant des apports en nature.

*La diffusion de la note d'information.*

L'ordonnance du 28 septembre 1967 entend faire de la note d'information le document sur lequel se fonde l'épargnant pour effectuer son choix ; elle prévoit, en effet, qu'il doit être remis à toute personne dont la souscription est sollicitée ; elle indique, en outre, qu'il est tenu à la disposition du public au siège social et dans tous les établissements chargés de recueillir des souscriptions ou, en cas d'introduction en Bourse, à la Chambre syndicale des agents de change.

Or, il est apparu immédiatement que le souci de faire de la note un document détaillé et celui de toucher un vaste public étaient partiellement contradictoires. Des notes d'information adaptées aux besoins des spécialistes ne répondent pas à ceux de la masse des actionnaires. Aussi la Commission a-t-elle admis, dans un souci d'efficacité et d'économie, que certains souscripteurs éventuels puissent être touchés par des documents succincts, à condition que ceux-ci mentionnent l'existence de la note d'information et permettent, grâce à un volant détachable, de se la faire envoyer aisément et sans frais. Elle a néanmoins surveillé la diffusion effective de la note elle-même en demandant à chaque société de lui faire savoir le tirage et la diffusion des notes émises.

Mais, pour que l'objet de la loi soit atteint, il convient que ces documents succincts soient contrôlés et remplissent à leur manière et pour leur public le but même qui est assigné à la note d'information.

Avec la mise en vigueur du nouveau modèle de note d'information, des dispositions particulières seront prises pour harmoniser le contenu et l'emploi des notes d'information prévues par la loi et des documents beaucoup plus courts que les émetteurs distribuent ; c'est pourquoi la Commission a décidé qu'un prospectus pouvait faire partie de la note d'information et recevoir une diffusion plus large que la note elle-même.

La note d'information devrait progressivement prendre le pas sur le prospectus, surtout dans la mesure où les frais qu'elle entraîne ne constitueront qu'une fraction minime des dépenses engagées pour l'opération. En cas d'émission de valeurs ou de cotation en Bourse, il est normal que les frais d'imprimerie, qu'ils concernent le titre lui-même ou l'information donnée à son sujet — qui constitue une partie intégrante du produit négocié — ne soient pas négligeables.

Au problème des coûts s'ajoute celui de la technicité que présente la note. Celle-ci ne parviendra vraiment à être le document que le public demande que dans la mesure où ce dernier aura reçu une formation économique et financière lui permettant d'apprécier les informations qu'elle donne.

### **L'extension du contrôle systématique.**

La Commission a pu constater que, pour que son travail soit efficace, il lui fallait étendre son contrôle systématique à d'autres documents que la note d'information. Il s'agit de l'émission d'actions d'apport. Dans ce cas, la publication des notes n'intervient, d'après les textes que lors de l'admission des actions à la cote officielle, c'est-à-dire à un moment où toutes les décisions ont déjà été prises. La Commission a jugé nécessaire de contrôler plus étroitement le contenu des informations et des documents présentés aux assemblées qui ont à décider de ces opérations. Cette procédure permet de s'assurer que les actionnaires reçoivent bien les informations qui sont nécessaires à leur choix. Elle garantit également les entreprises contre les inconvénients psychologiques que pourrait présenter la diffusion *a posteriori* de renseignements plus étendus que ceux dont les actionnaires ont joui au moment de leur décision. Une circulaire du 29 avril 1968, adressée à toutes les sociétés dont les titres étaient inscrits à la cote officielle, a demandé l'envoi à la Commission des informations et des documents mis à la disposition des actionnaires avant la tenue d'une assemblée générale extraordinaire ayant à connaître d'opérations d'apport. Dans certains cas, la Commission est intervenue, avant la diffusion de ce document, pour demander au Conseil d'administration d'être plus explicite sur les modalités ou les conséquences des rapprochements envisagés.

Il se pourrait qu'un contrôle systématique des documents envoyés aux actionnaires pour les convaincre de donner une procuration de vote à l'assemblée générale, doive un jour être préalablement exercé par la Commission afin qu'elle puisse s'assurer notamment du caractère objectif de ces documents. Les sociétés américaines sont soumises à ce type de contrôle.

Dans d'autres domaines, une extension du contrôle de la Commission paraît également nécessaire. Il s'agit des offres publiques d'achat ou d'échange. Si, à strictement parler, les premières ne constituent pas un appel public à l'épargne, il demeure qu'elles sont un appel public à une catégorie d'épar-

gnants pour la cession d'une épargne déjà investie. Les raisons paraissent donc aussi impérieuses de prescrire des obligations strictes en matière d'information. On peut même soutenir qu'elles le sont davantage encore, puisqu'il convient en l'occurrence d'informer non seulement les porteurs de valeurs mobilières directement concernés, mais aussi l'ensemble du public boursier qui a besoin d'être éclairé.

### C. — MISSION GENERALE D'AMELIORATION DE LA QUALITE DE L'INFORMATION

L'ensemble des activités de surveillance et de contrôle de la Commission exercées avec le souci constant de s'appuyer sur la volonté d'ouverture des entreprises et de la favoriser, autant que de réprimer d'éventuels abus, a inévitablement pour effet d'améliorer la qualité de l'information.

Mais un certain nombre d'actions spécifiques doivent être entreprises dans le même sens, tant sont difficiles les problèmes de fond que soulève une information véridique.

#### *Le problème de la signification des comptes des sociétés.*

La comptabilité a été imaginée et perfectionnée, pour que soient retracée la marche et décrite la situation des entreprises. Quel que soit l'effort de sincérité de ceux qui l'établissent, la comptabilité donne inévitablement une vision déformée de la réalité. De multiples raisons l'expliquent.

L'évaluation des actifs contient toujours une large part d'arbitraire. La difficulté de réaliser isolément certains biens, l'érosion monétaire, l'évolution des valeurs vénale du fait de la spéculation ou des changements apportés par la technique ou par l'économie, les accidents qui peuvent survenir dans le pays où se situent les biens, produisent des écarts divers et changeants entre la valeur inscrite au bilan et celle que l'on peut raisonnablement lui attribuer. Cette dernière est d'ailleurs susceptible d'appréciations également diverses selon que l'on cherche à réaliser un bien immédiatement, que l'on peut le céder à un concurrent qui y voit un avantage spécial ou que sa valeur sert seulement de base au calcul de l'amortissement dont le but est de permettre la reconstitution du moyen de production lorsqu'il faut le changer. Enfin, un élément aussi important que la technologie, l'aptitude à inventer ou à exploiter, ne peut faire l'objet d'aucune évaluation ; cette partie essentielle de la capacité de production d'une entreprise ne figure pas à son bilan.

Les comptes publiés au bilan, au compte de pertes et profits et même au compte d'exploitation sont considérablement agrégés. Ils expliquent d'une manière extrêmement sommaire les faits qu'ils synthétisent. D'innombrables

moyens existent de ne pas faire ressortir dans les comptes des décisions très importantes prises par la direction de l'entreprise, pour des fins qui sont en général favorables à la société, et donc à ses actionnaires. Mais les intérêts qu'il faut prendre en considération sont parfois contradictoires, et les actionnaires ont rarement la possibilité de savoir dans quel sens la direction de la société ou son Conseil d'administration a arbitré d'éventuelles oppositions d'intérêts.

Un motif particulier d'irréalité des comptes, en France, est l'importance extrême que prennent les règles fiscales dans la présentation des comptabilités. L'obscurité qui en résulte, surtout dans les comparaisons entre entreprises, est considérable.

Toutes ces difficultés, dont la plupart sont sans remèdes infailibles, expliquent la complexité et les limites de la tâche à poursuivre. Elles ne diminuent ni l'urgence ni l'intérêt d'entreprendre certaines actions pour améliorer la situation. La Commission s'y est engagée, dans trois domaines : l'exactitude des chiffres, la comparabilité des comptabilités par une normalisation plus poussée et leur signification par la production de comptes consolidés.

### **L'exactitude des chiffres et le rôle des commissaires aux comptes.**

Une qualité que doivent impérativement présenter les comptes publiés est leur conformité à la comptabilité de l'entreprise. Mais ceci serait insuffisant si, en même temps, on n'avait pas l'assurance que cette comptabilité a été établie selon les règles admises, qu'elle ne contient ni falsifications, ni négligences coupables, ni changements dans les méthodes utilisées assez importants pour retirer toute signification à une comparaison avec les exercices antérieurs.

#### *L'importance de la mission des commissaires aux comptes.*

Les actionnaires, pris isolément ou réunis en assemblée générale, n'étant pas en mesure de vérifier eux-mêmes les comptes des sociétés qu'on leur demande pourtant d'approuver entièrement, c'est au commissaire aux comptes qu'il appartient de procéder à ces vérifications et de renseigner, ensuite, les actionnaires.

La façon dont la mission des commissaires aux comptes a été conçue en France ne répond cependant pas aux nécessités de la fonction qu'ils étaient censés exercer. Selon la pratique la plus traditionnelle du commissariat aux comptes en France, le commissaire opère seul, souvent dans un grand nombre de sociétés, se bornant à des vérifications superficielles qui ne lui donnent aucune garantie, ni à lui-même, ni aux actionnaires, de bien connaître la



situation de l'entreprise. Dans des conditions semblables, même les hommes les plus compétents et les plus actifs ne peuvent mener à bien leur tâche.

L'expérience des principaux pays industrialisés est tout à fait différente. Les experts-comptables chargés du contrôle externe des comptabilités d'entreprise appartiennent le plus souvent à des sociétés civiles (partnerships) nombreuses et puissantes. Ils effectuent une mission permanente de contrôle par des vérifications approfondies, portant notamment sur les postes comptables les plus délicats, tels que les stocks ou les comptes fournisseurs. Leur rémunération est au niveau du service qu'ils fournissent. La différence de méthode est si nette avec la pratique française que les filiales de sociétés étrangères implantées en France ont généralement recours aux services de réviseurs de leur pays, et n'ont des commissaires aux comptes français que pour satisfaire aux prescriptions légales.

#### *La nouvelle législation.*

Le législateur de 1966, conscient de l'infériorité française en la matière, a défini avec plus de rigueur la mission et les responsabilités du commissariat aux comptes, ainsi que les sanctions des éventuelles défaillances. Un règlement d'administration publique, élaboré au cours de l'année 1968, précisera l'organisation et le fonctionnement de la profession de commissaire aux comptes.

Les nouvelles dispositions légales ont profondément modifié la nature de la mission du commissariat.

Le commissaire aux comptes est devenu sous le régime de la loi du 24 juillet 1966 un élément permanent de la vie des sociétés ; sa mission même est désormais « permanente ». Ses investigations peuvent s'étendre aux sociétés-mères et aux filiales. Il peut recueillir ses informations auprès des tiers qui ont accompli des opérations pour le compte de la société. Il a la possibilité de se faire assister dans ses travaux par des collaborateurs ou des experts de son choix qu'il fait connaître à la société.

Le commissaire doit, en outre, donner sa « certification » de la régularité et de la sincérité de l'inventaire, du compte d'exploitation générale, du compte de pertes et profits et du bilan. Par cette certification, empruntée à la pratique anglo-saxonne, il engage directement et entièrement sa responsabilité. Il peut, le cas échéant, refuser la certification, si les comptes vérifiés ne lui semblent pas sincères.

Le commissaire doit, enfin, faire rapport au Conseil d'administration sur les résultats de ses vérifications. Les commissaires seront obligatoirement convoqués à la réunion du conseil qui arrête les comptes.

Il dépend pour une grande part du décret en préparation sur le statut

professionnel des commissaires aux comptes que les nouvelles dispositions légales apportent les améliorations souhaitables.

Une sélection rigoureuse au départ serait de nature à garantir à la profession une plus parfaite indépendance et une plus grande autorité à l'égard des sociétés ; les commissaires auront davantage de poids si les conditions d'accès à la profession se situent à un haut niveau.

Les conditions de rémunération joueront également un rôle important car il est hors de doute que la mission du commissaire, pour être exécutée convenablement, suppose la mise en œuvre des moyens nécessaires. Le commissaire doit pouvoir s'entourer d'une équipe de collaborateurs qualifiés qui l'assisteront dans l'exécution de ses contrôles.

L'exemple donné par les Anglo-saxons à cet égard est particulièrement intéressant. On estime généralement qu'une équipe chargée de la révision comptable d'une société importante, doit se composer de personnes aux tâches diversifiées, dont le travail sera exécuté suivant une structuration hiérarchique en forme de pyramide permettant d'atteindre une efficacité réelle et une garantie suffisante d'exactitude.

Un problème d'effectifs se pose d'ailleurs. Le nombre des comptables qualifiés est nettement insuffisant en France. Il n'existe que 2.400 experts-comptables et 7.000 comptables agréés alors que la Grande-Bretagne par exemple compte 40.000 « chartered accountants » et « certified public accountants ». Quelle que soit la difficulté de rapprocher des appellations faisant partie de systèmes différents l'insuffisance apparaît grande et explique à elle seule qu'il ne peut s'agir que d'une œuvre de longue haleine.

#### *L'action de la Commission.*

Dès le premier semestre de 1968, la Commission des opérations de bourse a affirmé, à l'occasion d'une affaire particulière où l'insuffisante garantie apportée aux actionnaires par le commissariat aux comptes avait été mise en lumière, son désir de soutenir fermement l'orientation définie par la nouvelle loi sur les sociétés, en tout cas pour les sociétés faisant publiquement appel à l'épargne, car un contrôle externe rigoureux a moins d'intérêt pour les sociétés fermées qui constituent la très grande majorité des sociétés anonymes.

Par la suite, la Commission a activement participé aux travaux de préparation du projet de décret portant statut professionnel des commissaires aux comptes. Elle avait notamment soutenu la proposition d'une rémunération à la vacation ; le principe d'honoraires forfaitaires ayant prévalu, elle a beaucoup insisté pour faire ajouter l'élément indispensable de souplesse et d'efficacité que représente la possibilité de recevoir une rémunération supérieure au forfait, celui-ci n'étant qu'un plancher.

Dans l'avenir, grâce à certaines dispositions du projet, la Commission aura un rôle important à jouer pour que les commissaires aux comptes des sociétés cotées et de leurs principales filiales remplissent convenablement la nouvelle mission que la loi de 1966 leur a impartie. Dans sa mission générale de surveillance ainsi que dans son contrôle systématique des notes d'information, elle a un absolu besoin de pouvoir prendre appui sur des travaux approfondis faits par les commissaires aux comptes. La sauvegarde des intérêts des actionnaires sera mieux assurée. Les sociétés elles-mêmes devraient voir leur avantage dans l'existence d'un efficace contrôle externe, comme l'exemple des plus grands pays industrialisés l'atteste.

### **La signification des comptes publiés - La normalisation.**

L'utilisation d'une comptabilité normalisée et unanimement adoptée paraît l'une des conditions de base de la clarté de l'information, qui suppose des comparaisons dans le temps et dans l'espace sur la base de documents présentés d'une manière homogène et dans un vocabulaire précisément défini.

Le plan comptable général de 1957, progressivement généralisé et adapté à chaque branche d'activité par des plans comptables professionnels, continue de jouer un rôle très important dans la standardisation des informations.

A ce jour, vingt plans comptables professionnels ont été approuvés par des arrêtés interministériels et neuf autres déjà examinés par le Conseil national de la comptabilité sont en attente d'approbation par les ministères intéressés. Dans la plupart des branches d'activité qui ne sont pas concernées par les guides comptables déjà parus, des comités professionnels comprenant notamment des représentants des entreprises et des techniciens de la comptabilité ont été constitués en application de l'article 55 de la loi du 28 décembre 1959 en vue d'adapter le plan comptable aux besoins des entreprises et s'y emploient actuellement.

La normalisation des méthodes a progressé, notamment grâce au Conseil national de la comptabilité et aux recommandations de l'Ordre des experts-comptables et comptables agréés, qui devraient recevoir une application plus large. Les spécialistes disputent encore de la définition de notions complexes telles que chiffres d'affaires, valeur ajoutée, cash-flow, autofinancement et situation provisoire. Particulièrement importantes pour l'information des actionnaires et du public, ces données ne sont pas des notions comptables, mais soit des agrégats consacrés par l'analyse financière et la statistique, soit des documents dérivés, en ce qui concerne la situation provisoire semestrielle, d'une notion comptable bien définie comme celle de bilan.

La loi qui a imposé la publication trimestrielle du chiffre d'affaires par branches, et semestrielle d'une situation provisoire du bilan, n'est pas à ce jour assortie de textes qui définissent ces notions. La seule définition du chiffre

d'affaires résultant d'un texte est celle qui ressort des dispositions des articles 273 et 274 du Code général des impôts. Cette définition, qui ne vise que l'assiette de l'impôt, néglige, à s'en tenir aux seules sociétés commerciales et industrielles, différents aspects du problème qui préoccupent l'économiste ou l'actionnaire de la société, notamment la distinction entre les ventes ayant trait à l'exploitation de la société et les produits hors exploitation.

A supposer l'accord réalisé sur ces points, il resterait à préciser l'identification des diverses branches d'activité entre lesquelles il y a lieu de répartir les chiffres d'affaires et d'autres ventilations au moins aussi importantes telles que la distinction entre les chiffres d'affaires commercial et industriel lorsqu'une société commercialise d'autres biens qui s'ajoutent à sa propre production, à l'intérieur d'une même branche.

La publication d'une situation provisoire semestrielle ne suscite pas moins de questions que la définition du chiffre d'affaires, mais elle peut s'appuyer sur une recommandation du Comité d'études du financement des entreprises constitué à l'initiative de l'Ordre des experts-comptables et des comptables agréés, posant les principes sur lesquels doit être établie la situation provisoire.

La Commission a demandé aux organismes compétents de mettre à l'ordre du jour de leurs travaux la définition du chiffre d'affaires et un additif à la recommandation concernant la situation provisoire, afin de la préciser sur certains points tels que la répartition entre les deux semestres de l'exercice des bénéfices provisoires, qui devront apparaître comme tels, et ne jamais être comptabilisés dans un compte d'attente sans signification, ce qui implique une comptabilisation correcte par semestre de grandeurs antérieurement considérés annuellement (amortissements, impôts, congés, etc.). Des problèmes particuliers, notamment ceux que posent les sociétés dont l'activité est cyclique ou saisonnière, devront recevoir des solutions adaptées.

L'effort de clarification entrepris au niveau du vocabulaire (valeur ajoutée, autofinancement, cash-flow) doit être poursuivi afin que les informations publiées puissent être utilement exploitées par les spécialistes et deviennent peu à peu accessibles au public non initié. La méthode suivie par les analystes financiers consistant à substituer à une expression quelque peu ésotérique et, de plus, étrangère, des termes connus et définis avec exactitude est certainement de nature à démythifier le vocabulaire financier et à faciliter sa vulgarisation.

La Commission, qui attache une grande importance à ces problèmes, continuera de maintenir des liaisons étroites avec les organismes compétents et d'apporter sa contribution pour que des solutions satisfaisantes puissent être trouvées.

### **La production de comptes consolidés.**

La tendance à la concentration des entreprises, qui constitue l'une des caractéristiques de l'économie moderne, se manifeste, notamment, par la formation de groupes dirigés par des sociétés chefs de file. Ce phénomène peut se mesurer à l'importance prise par les titres de participation dans l'actif des sociétés industrielles ou commerciales. D'un sondage effectué par la Société d'études pour le développement économique et social (S.E.D.E.S.), sur 400 sociétés françaises représentant environ 20 % du chiffre d'affaires des entreprises soumises à l'impôt sur les sociétés, il ressort que le poste « autres valeurs immobilisées », constitué pour l'essentiel par les titres de participation, représentait, en moyenne, 25 % de l'actif des sociétés en 1966 contre 20,5 % en 1962, 15 % en 1959 et 13 % en 1956.

Les informations financières publiées par les sociétés-membres ne peuvent, à l'évidence, rendre compte que d'une manière imparfaite et fragmentaire de la réalité économique du groupe. L'activité et la situation d'ensemble de celui-ci relèvent de documents consolidés permettant seuls d'exprimer d'une manière globale la structure financière et la rentabilité du groupe. Ces documents comprennent, d'une part une situation consolidée obtenue en substituant à la valeur des titres de participation qui figurent dans le bilan de la société-mère, la valeur résultant des bilans des sociétés dépendantes, et d'autre part les résultats consolidés.

Cette présentation globale de la réalité comporterait certes, à elle seule, des insuffisances. Elle ne fait pas apparaître les résultats propres à chacune des sociétés du groupe, si bien que les documents consolidés doivent s'ajouter normalement aux comptes des sociétés individuelles elles-mêmes, qu'ils ne sauraient remplacer. De plus, l'appréciation des résultats du groupe peut se trouver faussée par le fait que les bénéfices consolidés ne tiennent pas compte des doubles impositions pouvant amputer, dans certains cas, les dividendes en provenance des filiales étrangères.

### *La législation en vigueur.*

Des dispositions législatives et réglementaires reconnaissent depuis peu l'utilité des comptes de groupe. L'article 248 du décret du 23 mars 1967 accorde aux sociétés-mères la faculté d'annexer à leurs comptes annuels une situation et des résultats consolidés faisant apparaître la situation active et passive des sociétés du groupe en précisant qu'une note doit indiquer la méthode d'établissement des situations et des résultats consolidés.

Plus incitatif, un décret en date du 3 octobre 1968 stipule à son article 4 que les sociétés publiant en annexe à leur bilan une situation et des résultats consolidés établis conformément à l'article 248 précité, sont dispensées de

publier dans le tableau des renseignements concernant leurs filiales et leurs participations, des renseignements détaillés sur les titres en portefeuille même si leur valeur d'inventaire excède 1 % du capital de la société astreinte à la publication

Dans le domaine de la fiscalité des sociétés, l'article 22 de la loi du 12 juillet 1965 et le décret d'application du 11 septembre 1967, faisant échec aux principes de la personnalité juridique distincte, et de la territorialité de l'impôt, permettent aux sociétés-mères qui ont reçu l'agrément du Ministre de l'économie et des finances, de faire masse des résultats positifs et négatifs de leurs exploitations directes ou indirectes en France ou à l'étranger, de sorte que l'assiette de l'impôt sur les bénéfices de ces sociétés sera constituée par leur bénéfice consolidé égal à la somme algébrique de ces résultats, déduction faite de la part revenant à des tiers.

*La situation de fait.*

Les encouragements apportés par ces textes à la consolidation des comptes sont trop récents pour avoir été suivis d'effets.

Les sociétés inscrites à la cote officielle publiant des comptes consolidés, se chiffraient, en 1968, à moins de quarante. Le retard des sociétés françaises est illustré par la situation à cet égard des 168 sociétés cotées à terme à la fin de l'année 1968 : 158 d'entre elles détenaient des participations justifiant l'établissement de comptes de groupe et 49 pouvaient être considérées comme des sociétés holdings ; or 24 sociétés cotées à terme seulement (dont 13 holdings) ont publié en 1968 des comptes consolidés. Encore ces sociétés suivent-elles des règles d'une grande diversité et, pour la plupart, sans faire suivre les documents des commentaires qui permettraient leur interprétation.

L'absence de normalisation en matière de comptes de groupe a conduit le Conseil national de la comptabilité à élaborer une doctrine de la consolidation des bilans et des comptes approuvée par le Ministre de l'Economie et des Finances aux termes d'un arrêté en date du 20 mars 1968. Cette doctrine résulte de deux ans de travaux qui ont permis d'utiliser les enseignements de l'expérience étrangère, et auxquels toutes les parties intéressées ont été largement associées, définit avec précision les sociétés dont il convient de consolider les comptes, recommande des méthodes de consolidation et aborde certains problèmes d'application. Ces recommandations constituent un outil de travail mis à la disposition des sociétés françaises qui auront à établir des comptes de groupe.

*L'action de la Commission.*

Les suggestions reçues par la Commission des opérations de bourse, depuis son entrée en fonction, de la part de spécialistes du marché financier, d'informateurs économiques ou de simples actionnaires se plaignant de cette absence

à peu près complète de comptes de groupe, soulignent une lacune de l'information. La Commission entend contribuer à la combler. Elle a, à cet effet, décidé d'exiger des sociétés faisant publiquement appel à l'épargne, des documents consolidés dans les notes d'information qu'elles publieront à l'occasion de leurs opérations réalisées à partir du 1<sup>er</sup> janvier 1971. Ce délai doit permettre aux services comptables des sociétés de mettre en place l'organisation nécessaire à l'établissement de comptes consolidés.

Pour tenir compte de la variété des situations de fait, la Commission laissera aux émetteurs une grande latitude dans la présentation des comptes consolidés, la seule obligation de méthode qui leur sera imposée, du moins dans une première étape, étant de se référer aux recommandations du Conseil national de la comptabilité, et de mentionner les points sur lesquels ils ont cru devoir s'en écarter. Ces renseignements figureront, à leur place, dans les annexes nécessaires à l'interprétation des comptes. Le Conseil national de la comptabilité n'a d'ailleurs pas prétendu exprimer dans ses conclusions une doctrine définitive des comptes consolidés en France, et le développement des expériences de consolidation ne manquera pas de susciter des observations sur certains des principes posés dont il conviendra de tenir compte dans de nouveaux travaux.

Il est conforme à la mission de la Commission des opérations de bourse de participer activement à ces études et, au besoin, de les susciter. Ce faisant, elle devra veiller à ce que les aménagements qui pourraient être apportés à la méthode définie par le Conseil national de la comptabilité, contribuent à l'amélioration de l'information des actionnaires et du public.

### **La réglementation, l'impulsion et la formation.**

L'examen des problèmes qui ont été évoqués dans les pages qui précèdent ramène au problème de la réglementation. Celle-ci se situe à différents niveaux. A chacun d'eux, la Commission sera conduite à intervenir.

Des décrets régissent les publications obligatoires, mais imposent aussi toute une série de prescriptions particulières. La Commission fera des propositions au Gouvernement pour améliorer l'efficacité des textes existants. Il faut parfois les compléter. C'est ainsi qu'aux douze mentions de bulletin de souscription, définies par le décret du 23 mars 1967, il convient évidemment d'en ajouter une concernant la note d'information créée par l'ordonnance du 28 septembre 1967.

Il faut parfois les alléger. Ainsi, la Commission n'applique pas strictement, dans les notes d'information, la disposition du décret du 23 mars 1967 imposant de reproduire la totalité des mentions publiées au Bulletin des annonces légales obligatoires sur tout document public diffusé par l'émetteur ; examinant dans son détail les informations contenues dans la note, la Commission a estimé

que certaines mentions purement juridiques étaient de peu d'intérêt ; cette attitude illustre bien la différence entre les nécessités d'une réglementation stricte sans surveillance et les possibilités que donne un examen cas par cas. Autre exemple, la Commission a déjà demandé au Ministre de la Justice de ne pas faire application des articles 262 et 263 du Code pénal lorsque, pour une information correcte des actionnaires, la mention des administrateurs ou *a fortiori* des commissaires du Gouvernement représentant l'Etat est suivie de leur fonction administrative qui justifie précisément le mandat qu'ils exercent. Mais il ne s'agit là que d'exemples. Un examen au fond est indispensable. Il sera fait en tenant compte des travaux menés par le groupe d'experts « Informations sur les valeurs mobilières » créé par la Commission des Communautés Européennes à l'automne 1968.

La Commission a posé au Gouvernement la question du contrôle de l'appel public à l'épargne émanant des sociétés civiles et immobilières qui, du fait de leur statut juridique, échappent à sa compétence.

Dans un domaine différent, d'autres décisions, principalement sur des matières comptables, existent, émanant d'autorités officielles, comme le Conseil national de la comptabilité, ou professionnelles, telles que l'Ordre des experts comptables et des comptables agréés. Utilisant son pouvoir général de réglementation des conditions du fonctionnement des bourses de valeurs, la Commission des opérations de bourse sera sans doute appelée à prendre certaines dispositions. Nécessaire aux actionnaires et au public, une information véritable est, en effet, un facteur inséparable du bon fonctionnement des bourses, comme le montrent les principaux pays étrangers où les autorités boursières ont réglé elles-mêmes cette matière.

Mais des textes, seraient-ils d'aventure parfaits, ne se substitueront jamais à la volonté propre des intéressés et sont peu efficaces contre elle. L'obéissance à une prescription ne sera jamais aussi bien que l'initiative de celui qui, connaissant réellement une situation, a le ferme propos de la faire connaître clairement dans sa vérité. Plus importants que le perfectionnement des textes, aussi nécessaires que la prévention des abus par la surveillance, sont l'encouragement des bonnes volontés nettement affirmées et l'impulsion donnée à ceux qui sont plus lents à s'engager dans la même voie.

Parallèlement à cet effort, la formation des épargnants devra être poursuivie sans relâche, l'information ne pouvant être assimilée que dans la mesure exacte des connaissances que l'on a et de la curiosité que l'on éprouve. La Commission des opérations de bourse désire stimuler les initiatives nécessaires. Elle s'est également proposé d'y apporter sa propre contribution. Elle a fait savoir qu'elle était disposée à mettre en œuvre dans le cadre de la participation, divers procédés d'enseignement et de formation. Cette tâche déborde l'activité des entreprises et doit s'étendre au fonctionnement des bourses.

---





## CHAPITRE III

# **Les bourses de valeurs**

---



*La réglementation de la bourse et le rôle de la Commission des opérations de bourse.*

Si pour inciter l'épargne à long terme à s'investir davantage en valeurs mobilières il convient d'assurer la clarté et la sincérité des informations diffusées par les sociétés, il importe également que l'épargnant puisse à tout moment mobiliser ses titres à un prix qui résulte de la réelle confrontation des offres et des demandes. Aussi, en plus du contrôle de l'information sur les sociétés, l'ordonnance a-t-elle chargé la Commission des opérations de bourse de plusieurs missions relatives au bon fonctionnement des bourses de valeurs.

De tout temps, la bourse a fait l'objet d'une réglementation et d'une surveillance particulières inspirées par le souci des Pouvoirs publics de protéger l'épargne investie en valeurs mobilières. A l'origine, cette réglementation a porté sur la localisation des transactions, la sélection des intermédiaires et la délimitation stricte du rôle dévolu à ces derniers. Elle a tendu par la suite à se renforcer en structurant de plus en plus la profession et en instituant un contrôle sur l'activité des intermédiaires qui est exercé par la corporation elle-même et auquel s'est ajouté en 1942 un organisme extérieur, le Comité des bourses de valeurs, investi d'un pouvoir de tutelle sur les agents de change et habilité à prendre diverses décisions concernant l'organisation du marché.

Le décret du 7 octobre 1890 qui définit, dans la plupart de ses dispositions, l'organisation et les pouvoirs des agents de change, a été complété au cours des dernières années par des textes importants. La loi du 29 juillet 1961 a supprimé les courtiers en valeurs mobilières, ne laissant subsister qu'une catégorie d'intermédiaires chargés d'exécuter les ordres des clients, les agents de change ; en même temps, cette loi a supprimé la possibilité existant antérieurement de négocier une même valeur sur plusieurs bourses en instituant ce qu'on appelle l'unicité de cotation. Dans la même direction, la loi du 28 décembre 1966 a fusionné les parquets fonctionnant auprès des diverses bourses, groupant tous les agents de change au sein d'une compagnie nationale unique. Antérieurement, la loi du 23 décembre 1964 avait interdit toute négociation hors bourse de valeurs mobilières, sauf dans certains cas étroitement définis. Ainsi se trouvait confirmé et renforcé le monopole de négociation conféré aux agents de change par le Code de commerce de 1807 et qui constitue l'une des principales caractéristiques de l'organisation boursière française.

Les attributions du Comité des bourses de valeurs ont été dévolues à la Commission des opérations de bourse mais, en recevant la mission de veiller au bon fonctionnement du marché, celle-ci dispose d'une compétence beaucoup plus large que celle du Comité.

Cette mission comporte tout d'abord une surveillance générale des opérations qui se traitent sur le marché. Elle peut nécessiter à cet effet certaines enquêtes, pour lesquelles la Commission est dotée des pouvoirs les plus étendus d'investigation sur place. En second lieu, la Commission dispose d'une série de pouvoirs de décisions sur les valeurs négociées en bourse. La Commission peut enfin formuler à l'intention des Pouvoirs publics des propositions de modification des lois et règlements lorsque la réforme des textes apparaît nécessaire au développement du marché.

A cela s'ajoute l'administration des dispositions qu'a prévues l'ordonnance du 28 septembre 1967 pour surveiller les opérations réalisées par les actionnaires jouissant, en raison de leurs fonctions, d'informations privilégiées.

Avant d'examiner l'étendue des attributions de la Commission et la façon dont elle les exerce, ainsi que ses intentions pour l'avenir, il convient de rappeler rapidement quelle a été en 1968 l'activité de la bourse.

#### A. — *L'ACTIVITÉ DE LA BOURSE EN 1968*

L'année boursière 1968 a été marquée par deux faits également frappants : le développement important du volume des transactions (+ 48 %) et l'arrêt de la baisse des cours enregistrée pendant les cinq dernières années. Il est remarquable que ce retournement de l'évolution antérieure ait pu s'opérer malgré deux crises graves, d'une part, les événements de mai qui, par leurs incidences sociales, ont pu faire croire à la remise en cause possible d'un système économique, dont la bourse notamment apparaît comme un des symboles, d'autre part, la crise monétaire de novembre qui a perturbé les relations financières avec les places étrangères. Dans de telles conditions la fermeté des valeurs françaises, dont l'indice en 1968 a augmenté dans les mêmes proportions que celui des valeurs américaines, mérite d'être soulignée.

Les moyens disponibles pour connaître l'activité du marché se sont améliorés depuis plusieurs années au point de devenir des instruments dont il n'existe pas d'équivalent en Europe. Outre le bulletin de la cote officielle, qui paraît quotidiennement, l'année boursière, publiée à partir de 1963 par la Compagnie des agents de change, récapitule les principales données intéressant le marché ; trimestriellement sont publiés les taux de rendement brut et corrigé de toutes les valeurs cotées ; les statistiques mensuelles, éditées à partir de 1967, fournissent au début de chaque mois les faits principaux du mois écoulé. Enfin, en 1968, la Compagnie des agents de change a mis au point une nouvelle série d'indices des cours décomposés en trente-cinq secteurs d'activité et soixante-huit secteurs composants. Ces indices, calculés rétroactivement sur la base des cours des valeurs françaises et de la zone franc au 29 décembre 1961, ont constitué dès leur lancement un outil de travail important.

En dépit de son étendue, cette information pourrait encore être améliorée par la publication plus large des transactions en titres et capitaux. Mais il faudrait auparavant que la méthode d'établissement des statistiques des transactions soit perfectionnée.

Dès maintenant, les moyens d'observation disponibles permettent de suivre aisément l'évolution du marché.

### Les transactions.

L'évolution du montant des transactions à la Bourse de Paris au cours des sept dernières années apparaît sur le tableau ci-après.

### TRANSACTIONS

Années	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968
Transactions totales . . . . . (en millions de F.)	25.218	19.698	18.265	17.382	19.524	19.834	29.492
Variation annuelle (%) .	+ 1,4	— 21,9	— 7,3	— 4,8	+ 12,3	+ 1,6	+ 48,7
Par séance . . . . . (en millions de F.)	100,9	79,1	72,8	69,3	78,4	80	127
Terme (%) . . . . .	37	33	35	33	36	37	44
Comptant (%) . . . . .	63	67	65	67	64	63	56
Valeurs à revenu varia- ble (%) . . . . .	79	68	63	57	61	58	67
Valeurs à revenu fixe (%)	21	32	37	43	39	42	33

Globalement, les échanges se sont établis à 29,5 milliards de francs en 1968, en augmentation de 48,7 % sur ceux de l'année précédente et de 17 % sur ceux — jusqu'ici jamais égalés — de 1962. Si l'on compare le montant moyen des transactions par séance de bourse, la progression est encore plus sensible : + 59 % par rapport à 1967 et + 26 % par rapport à 1962, l'année 1968 ayant connu dix-huit jours de fermeture exceptionnelle.

Comme il est normal dans une conjoncture de reprise, la décomposition par marché fait ressortir un net développement des négociations à terme, qui ont représenté 44 % de l'ensemble contre environ 35 % pour chacune des six années précédentes. Ce pourcentage élevé illustre la concentration des transactions sur un petit nombre de valeurs, car 229 seulement sont traitées à terme, contre 1.322 au comptant.

Une autre expression de la reprise apparaît dans la répartition entre valeurs à revenu variable et valeurs à revenu fixe : les transactions sur les premières, qui ont augmenté sensiblement par rapport aux quatre années précédentes, représentent 67 % de l'ensemble en 1968. A ce niveau, elles rejoignent celui de l'année 1963 mais demeurent sensiblement inférieures au chiffre de 1962 (79 %). Si le pourcentage des transactions sur les valeurs à revenu fixe est encore élevé, cela s'explique par l'importance des échanges constatés sur la rente 3,5 % 1952-1958 dont le volume a augmenté de plus de 50 % sur celui de 1967.

Dans l'avenir, le marché des valeurs à revenu fixe sera inévitablement affecté par l'importante réforme du mode de placement de ces titres opérée en 1968, à la suite des travaux de la Commission d'experts présidée par M. Leca. Cette réforme a tendu à faire émettre les emprunts obligataires à des conditions aussi voisines que possible du taux de rendement constaté en bourse. De ce fait, le marché secondaire de ces titres pourrait avoir à jouer un rôle moins actif.

Une analyse plus détaillée montre que l'activité a été particulièrement forte pendant les mois de mars, octobre et décembre qui, avec des volumes d'affaires voisins de 3 milliards de francs, ont représenté à eux seuls 33 % de la valeur des échanges de l'ensemble de l'année.

La forte activité du mois de mars exprimait une reprise affirmée du marché, liée à un essor de l'économie nationale dont les professionnels de la bourse, français et étrangers, attendaient des effets sensibles, favorisés par les mesures prises par les Pouvoirs publics depuis plusieurs années en vue d'encourager l'épargne à s'investir en valeurs mobilières. Le mois d'octobre et, dans une moindre mesure, le mois de décembre, doivent leur activité, pour une part notoire, à l'animation créée autour du marché des titres du Crédit Industriel et Commercial pour le premier et de la Compagnie de Saint-Gobain pour le second.

La position de place (1) pour l'ensemble de l'année 1968 est en forte augmentation sur celle de 1967 (653 millions de francs contre 500, moyenne mensuelle) ; elle n'a pas progressé cependant dans la même proportion que les échanges puisqu'elle est inférieure à celle de l'année 1962. L'année 1968 se caractérise également par l'importance de la position vendeur par rapport à la position acheteur ; le pourcentage moyen de 14,1 % excède sensiblement la proportion de 10 à 12 % constatée habituellement.

---

(1) Somme des opérations non dénouées à la liquidation mensuelle et qui ont fait l'objet d'un report.

## Les cours.

Le tableau ci-après fait ressortir à la fois la baisse continuelle des cours subie depuis 1962 et le retournement de cette évolution survenu en 1968.

### VARIATION DES COURS DE 1962 A 1968.

Indices (base 100 au 29 décembre 1961).

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968
<i>Valeurs françaises à revenu variable (1) ....</i>							
Fin d'année .....	99,9	85,5	79,8	73,4	65,5	64,3	69
Plus haut .....	114,3	100,8	89,7	79,3	81	69,6	75,1
	Avril	Janvier	Janvier	Avril	Janvier	Septembre	Mai
Plus bas .....	93,3	83,3	71,1	69,9	63,6	56,1	63,1
	Novembre	Décembre	Juin	Juillet	Octobre	Août	Janvier
<i>Valeurs étrangères (2) .</i>	94,5	108,7	117	115,7	100,6	132,1	170,3

(1) Compagnie des agents de change (C.A.C.).  
 (2) Institut national de la statistique et des études économiques (I.N.S.E.E.).

C'est au terme d'amples fluctuations que les cours des valeurs françaises à revenu variable ont enregistré en 1968 une augmentation d'ensemble de 7,3 %. L'évolution, perturbée par les événements, a connu trois phases de hausse dont les deux premières ont pris fin rapidement.

Au début de l'année 1968, les cours se sont présentés d'une manière remarquablement soutenue. Les gains acquis, 20 % en dix-huit semaines, dénotaient un renouveau d'intérêt certain pour les valeurs mobilières, notamment de la part d'investisseurs étrangers. Ces achats tiraient, pour partie, leur motivation d'une analyse de l'évolution des principales places étrangères depuis plusieurs années. La baisse des cours des valeurs françaises pendant près de six ans, se situait, à ses débuts, dans une conjoncture mondiale défavorable qui n'avait épargné aucun des grands marchés financiers ; mais à l'étranger, la baisse n'avait été ni aussi durable ni, sauf en ce qui concerne Dusseldorf et Amsterdam, aussi accentuée. Puis la reprise s'est manifestée. En 1967, les cours en Suisse et en Allemagne ont connu des plus-values supérieures à 40 %. L'évolution favorable du marché de Paris faisait espérer que les hausses y seraient de la même importance. Ces prévisions paraissaient raisonnables, les cours en Suisse et en Grande-Bretagne en 1968, ayant enregistré une augmentation du même ordre.



Les événements du printemps ont mis une fin brusque à la hausse des valeurs et, bien évidemment, à ces achats étrangers provenant d'institutions de placement et de particuliers dont beaucoup s'étaient fait ouvrir des comptes chez des intermédiaires, marquant ainsi leur intention de s'intéresser durablement au marché français.

Après avoir perdu les deux tiers de ce qu'ils avaient gagné depuis janvier, les cours ont remonté en août mais ce mouvement a été assez rapidement arrêté. Deux causes principales expliquent cette pause. D'abord, la suppression du contrôle des changes et l'annonce presque concomitante de l'augmentation des droits de succession ont incité les épargnants à investir plutôt à l'étranger ; par ailleurs, les arbitrages opérés par les deux groupes antagonistes dans la tentative de prise de contrôle du Crédit Industriel et Commercial n'ont pas favorisé la tenue des cours, malgré le dégagement de capitaux importants au profit des vendeurs d'actions de cette banque. Enfin, la crise monétaire a achevé de désorienter la tendance.

L'affirmation du maintien de la parité du franc assortie de mesures de rigueur budgétaire et le rétablissement du contrôle des changes ont créé des conditions favorables à une reprise des cours. C'est alors que les achats systématiques d'actions de la Compagnie de Saint-Gobain et de quelques autres grandes valeurs industrielles ont donné à la cote une impulsion nouvelle en décembre (+ 1,7 %), qui s'est accentuée en janvier 1969 (+ 7,3 %).

La tendance générale favorable qui a caractérisé les bourses françaises en dépit d'événements contraires, s'est manifestée dans une conjoncture boursière internationale marquée par une progression des cours sur les principales places étrangères, à l'exception de Milan où l'indice est resté à un niveau étale après la baisse de 1967.

On constate que ce mouvement ascendant, le plus souvent modéré comme en France (New York : + 4 %, Dusseldorf : + 13 %, Amsterdam : + 14 %), n'a pris de l'ampleur qu'à Londres (+ 31 %) où il s'explique principalement par la conséquence de la dévaluation de novembre 1967 et la multiplication des offres publiques d'achat au cours de l'année passée, et à Zurich (+ 40 %), dont le marché a servi de refuge aux capitaux déplacés par les crises monétaires du printemps et de l'automne.

La hausse des cours des valeurs françaises en 1968 a été très inégale selon les divers compartiments de la cote. Si 14 compartiments sur les 22 définis par l'INSEE sont en augmentation, trois se détachent sensiblement : les Sociétés foncières et immobilières avec une plus-value de 24,7 %, le Caoutchouc avec 21,8 % et les Banques et Sociétés financières avec 18 %. En sens inverse, les Carrières accusent, au cours de l'année, une baisse de 17 %, les Mines métalliques, les Magasins, les Textiles, le Matériel électrique et les Services publics et transports de plus de 10 %.

Par rapport au 31 décembre 1961, trois compartiments se retrouvent à un niveau de cours supérieur : les Sociétés foncières et immobilières (+ 28 %), les Services publics et transports (+ 30 %) et les Banques et Sociétés financières (+ 26 %). Les baisses les plus fortes se trouvent dans la Métallurgie (— 62 %), les Imprimeries et les Textiles (— 57 %), les Constructions mécaniques et navales et le Matériel électrique (— 50 %) et les Mines métalliques (— 49 %).

Il est vrai que ces compartiments ne sont pas homogènes. Ils traduisent de façon très inégale la situation réelle du secteur d'activité correspondant. La Commission a commencé une étude faisant ressortir dans quelle mesure les entreprises cotées de chaque secteur sont représentatives de l'ensemble, mais les résultats ne sont pas assez avancés pour être présentés ici.

Sur le marché des valeurs à revenu fixe, on a noté, au cours de l'année 1968, une hausse du taux des emprunts. L'augmentation a été plus sensible pour ceux du secteur public, où le rendement actuariel moyen brut des obligations B (1) est passé de 6,96 % à 7,61 %, que pour les obligations classiques du secteur privé dont le taux s'est élevé de 7,39 % à 7,83 % pour la même période.

#### B. — *LA COMMISSION DES OPERATIONS DE BOURSE ET LA SURVEILLANCE DU MARCHE*

L'ordonnance du 28 septembre 1967 précise, en son article premier, que la Commission des opérations de bourse est chargée de veiller au « bon fonctionnement des bourses de valeurs ».

Cette mission est une de celles dont le retentissement public est le plus grand. Chacun, tour à tour, souhaite ou redoute les interventions de la Commission, selon qu'il craint d'être lésé par des manœuvres ou espère en tirer profit. La Commission s'est employée à exercer cette attribution.

Les interventions, ne serait-ce que par leur éventualité, auront un effet puissant pour susciter cette confiance dont tant d'épargnants manquent. Actuellement, les moyens de la Commission sont insuffisants.

#### **Les plaintes et réclamations.**

En vertu de l'ordonnance du 28 septembre 1967, la Commission est habilitée à recevoir toutes plaintes, réclamations, pétitions et à leur donner la suite qu'elles comportent. Ces correspondances sont une des sources d'infor-

---

(1) Emprunts assortis d'un crédit d'impôt et sans lot.

mation à partir de laquelle la Commission peut exercer une surveillance du marché. 120 requêtes ont été reçues au cours de l'année 1968 dont 24 d'ailleurs formulent des « suggestions » dans le domaine législatif ou réglementaire, ou dans le domaine pratique, en vue de redresser une situation critiquable selon le requérant.

Les plaintes et réclamations proprement dites peuvent être classées en trois catégories :

- les simples demandes de renseignements,
- les plaintes faisant état d'une difficulté entre l'actionnaire et sa société ou son agent de change, ou encore sa banque,
- les affaires réellement contentieuses.

Les demandes de renseignements se rapportent le plus souvent au droit des sociétés. Ces affaires ne soulèvent pas de difficulté particulière et la Commission des opérations de bourse renseigne directement le requérant.

Parfois, les renseignements demandés concernent les modalités d'une opération particulière, par exemple les cours successifs d'un titre au moment où un ordre a été passé, ou encore les délais nécessaires pour obtenir un agrément lors d'un achat de titre nominatif nécessitant cette formalité. Dans ce cas, la Commission interroge la Chambre syndicale des Agents de change sur le point de fait soulevé et le requérant est renseigné grâce aux éléments de réponse fournis par l'organisme professionnel.

D'autres correspondants réclament l'intervention de la Commission des opérations de bourse à propos d'un différend qui les oppose soit à une société soit à leur banquier ou à leur agent de change.

En ce qui concerne les sociétés, le différend a essentiellement pour objet l'application des dispositions légales et réglementaires sur l'information des actionnaires. Les épargnants se plaignent le plus souvent de n'avoir pas obtenu communication de certains documents avant une assemblée générale.

Après intervention de la Commission auprès des dirigeants de la société, les difficultés signalées par le requérant tendent à s'aplanir.

En ce qui concerne les incidents avec les banquiers et les agents de change, ces difficultés ont trait généralement aux conditions d'exécution des ordres donnés par le plaignant.

La Commission recueille alors les explications de l'établissement bancaire ou de l'agent de change (ce dernier, par le truchement de la Chambre syndicale) et communique leurs réponses aux plaignants accompagnées de ses appréciations propres.

Enfin, certaines plaintes soumises à la Commission se présentent comme de véritables litiges entre porteurs de titres d'une part et agents de change

ou dirigeants de sociétés d'autre part. Tel a été le cas d'une plainte contre un agent de change pour une opération de transfert de compte à une autre charge, ou encore d'une réclamation relative à une opération d'apport qui masquait, en réalité, une opération de fusion par absorption d'une société.

Faute pour la Commission de pouvoirs suffisants lui permettant d'instruire très complètement ces litiges et de leur imposer éventuellement une solution, les plaignants ne pouvaient, dans ces différents cas, que porter finalement l'affaire devant l'autorité judiciaire compétente, au risque d'ailleurs d'avoir à engager des frais importants et d'attendre longtemps la solution.

L'examen des lettres reçues et les suites qui leur ont été données ne permet pas de porter un jugement général sur le fonctionnement des institutions intéressant le marché financier, le nombre des cas étant faible et leur diversité trop large. La Commission a de plus constaté, dès cette première année, les limites trop étroites des moyens juridiques qui sont les siens.

#### **Les enquêtes menées d'office.**

Des enquêtes sont décidées et menées d'office par la Commission des opérations de bourse dans les conditions prévues par l'article 5 de l'ordonnance du 28 septembre 1967.

La décision est prise après une délibération du Collège particulière à chaque société, en fonction de considérations et d'objectifs divers. Cette décision est ou non signifiée à la société dont les titres sont en cause, suivant que les investigations doivent s'exercer au siège de la société ou seulement sur le marché. Dans tous les cas, les enquêteurs sont munis d'un document attestant leur qualité d'agent de la Commission et se référant expressément à la décision particulière d'enquête.

Ainsi habilités, ils ont le droit de se faire communiquer tous documents comptables et autres par les intermédiaires (agents de change, banquiers, etc.) et plus généralement toutes informations utiles par les tiers ayant accompli des opérations pour le compte de la société. Le refus de communication serait passible de sanctions pénales.

En fait, les agents de la Commission qui ont déjà eu l'occasion de procéder à des recherches auprès de nombreux intermédiaires, ont très généralement rencontré, chez les banquiers et agents de change notamment, une compréhension réelle de leur mission et un esprit de coopération.

Les enquêtes décidées par la Commission ont eu, en 1968, deux motifs : la surveillance systématique des augmentations de cours antérieures à l'annonce d'offres publiques d'achat et celle des variations importantes et rapides.

*Les offres publiques d'achat.*

Les offres publiques d'achat sont un moyen particulièrement souhaitable d'intervention sur le marché, car elles assurent, plus que tout autre, en face d'une proposition clairement exprimée, l'égalité de tous les actionnaires. Les 11 offres publiques qui ont été lancées en 1968 (1) ont été dénouées dans des conditions satisfaisantes, aucune d'entre elles ne soulevant la résistance de la société dont on proposait d'acheter les titres.

La Commission a eu son attention attirée sur certaines augmentations de cours préalables à l'avis d'offre. Elle a pris une décision d'enquête chaque fois que les cours des titres faisant l'objet de l'O.P.A. ont subi une hausse d'au moins 20 % pendant les 25 séances qui ont précédé l'annonce de l'opération.

Il s'agissait de s'assurer que des acquisitions n'avaient pu être effectuées par des personnes bénéficiant d'informations privilégiées, appartenant soit aux entreprises intéressées, soit aux milieux professionnels de la banque et de la bourse. Deux enquêtes ont été effectuées à ce titre. Dans un cas, le Service juridique de la Commission a dû demander à un acheteur de lui fournir des explications sur son comportement.

*La surveillance systématique des variations importantes de cours.*

De façon plus générale, les services de la Commission ont entrepris depuis la fin de l'année de surveiller systématiquement les mouvements importants de cours enregistrés sur les valeurs cotées. Chaque mois, la liste des titres ayant subi, à la hausse ou à la baisse, les variations les plus notables, est examinée en détail.

L'étude repose d'abord sur les informations que possède la Commission : dossier de la société, nombre de transactions, déclarations des personnes « initiées », articles de presse. Si ces informations se révèlent insuffisantes, des renseignements supplémentaires sont demandés aux dirigeants de la société en cause, et au besoin, à son banquier ou à l'agent de change spécialiste.

L'expérience, encore brève, de ces études montre que des variations sensibles ont le plus souvent pour unique origine l'étroitesse extrême du marché de certaines valeurs. En décembre 1968, par exemple, sur 47 sociétés dont les actions, cotées uniquement au comptant à Paris et bénéficiant du mouvement général de hausse, ont connu une augmentation de cours supé-

---

(1) Bien que l'avis relatif à l'offre publique portant sur les actions de la Compagnie de Saint-Gobain ait paru le 30 décembre 1968 sur le Bulletin de la cote, la Commission considère que cette opération prend place en 1969.

rieure à 20 %, la plus-value enregistrée par un nombre de titres égal à celui traité dans le mois a toujours été inférieure à 50.000 F pour chaque société à deux exceptions près, où la différence a atteint 500.000 F dans un cas et 200.000 F dans l'autre.

La surveillance systématique de ces variations de cours n'aboutira pas, pour la plupart des valeurs, à des résultats remarquables dans la recherche d'abus éventuels, mais elle peut conduire bien des sociétés, dont certaines se désintéressent entièrement, comme elles l'ont déclaré à la Commission, du cours de leurs actions, à empêcher que des variations brutales soient provoquées par des mouvements de titres très faibles, au détriment des actionnaires.

Mais l'essentiel de la surveillance devra se concentrer sur les valeurs les plus importantes, celles qui sont cotées à terme. En 1968, la Commission a surtout analysé la situation provoquée par ce qu'on a appelé la « bataille du Crédit Industriel et Commercial ».

Dans les derniers jours du mois d'août, un acheteur se manifestait de manière très active sur les actions de cette banque. Le 3 septembre, la Compagnie Financière de Suez faisait savoir qu'aucune société de son groupe n'avait procédé à des achats depuis le mois de mars et n'envisageait d'intervenir dans un avenir prochain.

La liquidation de septembre passée, les achats prenaient un rythme toujours accru et le cours atteignait le 10 octobre un sommet de 412 F alors que plus de 300.000 titres étaient échangés. Ce n'était un secret pour personne que l'on assistait à une lutte entre le groupe de la Banque de Paris et des Pays-Bas et celui de la Compagnie Financière de Suez pour le contrôle du Crédit Industriel et Commercial et de son réseau de guichets.

Le 11 octobre, on apprenait officieusement que, sous l'égide du Gouverneur de la Banque de France, on serait arrivé à un accord entre les deux antagonistes. Au bout de quelques jours, il était clair cependant que les achats continuaient, et ils se sont poursuivis encore pendant des semaines.

Suivant avec attention l'évolution des événements, la Commission a jugé qu'elle n'avait pas à entraver d'une manière quelconque le libre jeu du marché qui a fonctionné correctement, dans des conditions techniques parfois difficiles ; au demeurant, certains aspects de la situation étaient du ressort d'autres autorités.

La Commission a considéré, néanmoins, que des investigations étaient nécessaires sur certains points.

Elle a d'abord fait rechercher l'origine des achats qui ont continué à être opérés après le 11 octobre et transmis le résultat de ses constatations au Gouverneur de la Banque de France.

Elle a ensuite jugé utile de déterminer la portée et les limites du communiqué de la Compagnie Financière de Suez. Cela a permis d'en confirmer l'exactitude en ce qui concerne la cessation des achats depuis le mois de mars. D'autre part, il est constant que le groupe est intervenu sur le marché à partir du 23 septembre. Il a estimé que le délai de trois semaines, écoulé depuis le communiqué, dépassait l'avenir prochain visé par celui-ci et rendait inutile une nouvelle information publique.

Enfin, des sondages approfondis ont été effectués dans les transactions, spécialement pour la journée du 10 octobre où les cours atteignirent leur niveau le plus élevé, afin de déterminer statistiquement qui parvenait, en bourse, à bénéficier des cours les plus élevés. Le test fut probant. Les gros porteurs avaient effectué plus des trois quarts des ventes réelles de ce jour alors que leur participation dans le capital du Crédit Industriel et Commercial était loin d'atteindre cette proportion avant le début de la hausse.

La Commission constate que les ventes des titres auxquelles les groupes en présence ont dû procéder pour se procurer des ressources ont perturbé quelque peu un marché qui avait tendance à se ressaisir. Elle regrette aussi que la bataille boursière ne se soit pas déroulée au grand jour, et qu'aient été employés notamment des intermédiaires étrangers ou des sociétés de façade. Enfin, les variations de cours brutales, notamment pendant une seule séance de bourse, peuvent inquiéter les non-spécialistes.

La Commission, au cours de l'année 1968, s'est aussi intéressée au cas d'une société à qui la presse avait reproché d'avoir publié des résultats nettement déficitaires quelque temps après des indications franchement optimistes sur le chiffre d'affaires. Il avait été insinué que des personnes proches de la société avaient profité de ce décalage pour céder une partie de leurs actions.

Les éléments recueillis au cours de l'enquête menée par la Commission, ainsi que les précisions qu'elle a obtenues, n'ont pas permis de donner à cette affaire une suite dans les limites des pouvoirs accordés à la Commission. Il est vrai que la succession d'informations contradictoires semble n'avoir pas été artificiellement provoquée ; elle illustre simplement l'attention insuffisante que nombre de sociétés françaises portent à l'information publique.

La Commission entend aller au-delà de la simple surveillance du cours des valeurs et parvenir à ce que les sociétés dont les titres connaissent de brusques variations de cours fassent paraître dans les meilleurs délais un communiqué afin de donner leur point de vue.

En outre, il est dans les intentions de la Commission de regarder à l'avenir de très près les conditions dans lesquelles sont réalisées dans certains cas les applications

### **L'insuffisance des moyens juridiques.**

La surveillance du fonctionnement des bourses de valeurs, et notamment l'examen des mouvements importants de certains titres, enfin certaines réclamations faites par des particuliers ont donc amené la Commission des opérations de bourse à procéder à diverses enquêtes.

Ces investigations ont révélé l'existence de faits ou de pratiques contestables.

Pour des raisons tenant à la fois au droit de fond (absence de texte répressif bien adapté) et à une question de procédure (limitation du pouvoir d'enquête), la Commission n'a pas été en mesure de donner une suite à ces affaires.

En réalité, trois catégories différentes d'anomalies ont pu être définies par les enquêteurs de la Commission.

En premier lieu, il est apparu que des sociétés, tout en respectant strictement la loi et les règlements, pouvaient être en mesure de procéder à des publications dans des conditions telles que le public, et même les milieux financiers, étaient abusés, se faisant en effet une image erronée de la situation économique et financière de la société, cette façon d'agir ayant, le cas échéant, une influence directe sur les cours en bourse des titres de la société.

En second lieu, il est apparu que des personnes participant étroitement à l'activité du marché financier, communiquaient à des tiers, ou pouvaient utiliser elles-mêmes à des fins lucratives, des renseignements qu'elles avaient reçus dans l'exercice de leurs fonctions et qui concernaient, soit des opérations rigoureusement secrètes, tels les projets d'O.P.A., soit des événements divers touchant à la vie et aux activités d'une société.

Enfin, la Commission a constaté l'existence d'informations tendancieuses dans des feuilles financières, ou dans des lettres-circulaires adressées individuellement à des actionnaires par des tiers.

Ces publications présentent les activités d'une société sous un jour exagérément favorable, ou, au contraire, critiquent à l'excès telle ou telle décision prise par les dirigeants d'une société. Dans un cas comme dans l'autre, ces agissements peuvent fausser le jeu normal du marché boursier et créer des fluctuations de cours qui peuvent être source de préjudices.

La Commission des opérations de bourse a constaté d'ailleurs que certaines personnes avaient pour unique activité de constituer des associations de fait d'actionnaires. Plusieurs d'entre elles possèdent, semble-t-il, des fichiers très



complets sur les sociétés, en surveillent l'évolution et profitent de divers événements sociaux pour se mettre en rapport avec les actionnaires et les grouper en association de fait. Sous le prétexte d'agir en vue de défendre les intérêts des actionnaires, elles se font consentir des délégations de pouvoir par ceux-ci et les utilisent, en réalité, pour exercer des pressions sur les dirigeants sociaux à des fins diverses.

En face de ces anomalies, la Commission des opérations de bourse aurait dû pouvoir procéder à une véritable instruction des affaires notamment en demandant aux différentes personnes en cause de fournir tous les éclaircissements souhaitables sur leurs agissements. La Commission, cependant, n'avait pas les moyens juridiques nécessaires à une telle action.

En effet, si, grâce à des textes précis assortis de clauses pénales, tous les pouvoirs nécessaires pour mener des instructions ont été données à la Commission de contrôle des banques dans le secteur qui lui est propre, par contre l'ordonnance du 28 septembre 1967 n'a pas donné à la Commission des opérations de bourse le droit de procéder à de véritables auditions de personnes, ni à des confrontations.

En présence de cette lacune des textes, la Commission n'a pu véritablement approfondir certaines enquêtes et n'a pas été en mesure de recueillir tous les éléments d'appréciation souhaitables.

Mais une instruction, fût-elle complète, de ces affaires n'aurait pas permis en tout état de cause de leur donner ultérieurement une suite quelconque puisque aussi bien le seul texte répressif en vigueur en cette matière est l'article 419 du Code pénal (1). Les insuffisances de ce texte ont été maintes fois signalées, et, d'ailleurs, il n'a pu, jusqu'à présent, faire l'objet d'aucune application véritable.

Un problème législatif se pose donc avant tout autre, afin d'arrêter les qualifications légales nécessaires à la mise en œuvre des sanctions. Les faits que l'on peut être amené à reprocher et à réprimer doivent être situés par rapport à une règle suffisamment précise. Il ne s'ensuivrait pas, bien entendu, une mise en mouvement automatique de poursuites judiciaires. La Commission des opérations de bourse devrait pouvoir conserver toute liberté d'appréciation pour décider de la suite à réserver aux cas relevant de sa compétence.

Enfin, il faut indiquer que si la Commission des opérations de bourse était en mesure de réunir les éléments de preuve et si, d'autre part, les textes en vigueur permettaient de donner une suite ultérieure à ces affaires, il n'en resterait pas moins que la Commission des opérations de bourse n'aurait aucun moyen pour suivre l'affaire dans sa phase judiciaire éventuelle.

---

(1) Cet article réprime notamment la spéculation illicite sur les valeurs mobilières.

En effet, la Commission des opérations de bourse, actuellement, ne détient aucun pouvoir particulier à l'égard de la procédure judiciaire. Elle n'a même pas le pouvoir de porter plainte. Elle ne pourrait agir, dans ce domaine, que comme un simple dénonciateur.

Alors que la Commission de contrôle des banques dispose d'un véritable monopole de la plainte, et que le Parquet ne peut agir qu'après avoir été saisi par celle-ci d'une plainte expresse dont elle est seule juge, et qu'elle peut à tout moment retirer, si elle l'estime nécessaire, rien de tel n'a été prévu pour la Commission des opérations de bourse. La conséquence en est que la procédure judiciaire, une fois engagée en vertu de la seule appréciation du Parquet, se déroulerait ensuite sans possibilité d'intervention pour la Commission des opérations de bourse. Celle-ci ne serait ni consultée ni tenue au courant des différentes phases de la procédure. Elle ne pourrait pas davantage intervenir à l'audience. Elle ne pourrait pas, le cas échéant, provoquer un appel.

La solution nécessite l'intervention du législateur. La Commission des opérations de bourse, dans le domaine qui lui est propre, fera des propositions afin qu'elle ait véritablement un droit de regard sur l'action publique, et dispose de tous les pouvoirs d'appréciation nécessaires.

Pour le présent, en l'absence de textes, la Commission des opérations de bourse a, cependant, pris contact avec la Chancellerie pour la mise au point d'une procédure simplement administrative de collaboration entre elle et l'autorité judiciaire.

Le Garde des Sceaux a adressé aux Procureurs généraux une circulaire prescrivant aux Parquets d'informer la Commission des opérations de bourse de toute procédure mettant en cause l'une des sociétés relevant de sa compétence. Les parquets sont invités, en outre, à recueillir auprès de la Commission tous les renseignements et avis nécessaires au bon exercice de l'action judiciaire.

### *C. — LES DECISIONS PRISES PAR LA COMMISSION DES OPERATIONS DE BOURSE A L'EGARD DES VALEURS NEGOCIABLES EN BOURSE*

Pour être négociée sur le marché officiel, une valeur doit avoir été inscrite à la cote. La Commission des opérations de bourse a seule compétence pour décider, après avis de la Chambre syndicale, l'introduction de valeurs nouvelles, pour radier des valeurs anciennement inscrites, pour admettre des titres supplémentaires de sociétés figurant déjà à la cote et pour désigner la bourse de négociation. Lorsqu'il s'agit de sociétés étrangères, une autorisation ministérielle, prise sur avis de la Commission des opérations de bourse, est en outre requise.

En revanche, tout porteur de valeurs françaises non inscrites à la cote officielle peut les négocier à la bourse, sans décision préalable d'aucune autorité, dans les conditions particulières qui régissent ce qui est appelé le marché hors cote. Pour les valeurs étrangères non inscrites à la cote officielle, une réglementation spéciale est applicable.

### **Les introductions.**

La Commission des opérations de bourse a eu le souci de favoriser, dans toute la mesure du possible, l'introduction sur le marché de valeurs nouvelles susceptibles d'intéresser l'épargne. En 1968, elle a prononcé l'introduction des titres de toutes les sociétés qui lui ont été présentées sans avoir à en rejeter. Leur valeur de capitalisation en fin d'année d'introduction a à peu près atteint le total de celle des titres inscrits dans les mêmes conditions.

Ces décisions ont été prises sur avis de la Chambre syndicale des Agents de change, et après un examen approfondi. Cet examen a montré, dans chaque cas, qu'il s'agissait de valeurs qui pouvaient raisonnablement être offertes aux épargnants.

C'est ainsi que 16 valeurs nouvelles à revenu variable ont été introduites en bourse sur décision de la Commission dont 15 françaises et 1 étrangère. Si l'on tient compte des titres de 4 sociétés dont l'introduction a été réalisée en 1968 bien que la décision ait été prise en 1967 par le Comité des bourses de valeurs (1), ce sont 20 valeurs à revenu variable nouvelles qui ont été offertes au marché en 1968 contre 10 l'année précédente. Il s'y ajoute 3 emprunts émis par des sociétés dont aucun titre ne figurait à la cote.

#### *L'introduction d'actions de sociétés françaises.*

Les 15 sociétés dont les actions ont été admises par la Commission des opérations de bourse à la cote officielle sont énumérées ci-dessous. A l'exception des actions de la Société de développement économique du Centre et du Centre-Ouest « SODECCO », introduites à la Bourse de Bordeaux, ces valeurs sont négociables à la Bourse de Paris.

---

(1)

Noms des sociétés	Date de cotation
— 2 000 000 d'actions de 100 F de la Société française d'investissement immobiliers et de gestion SEFIMEG .....	11 janvier 1968
— 1 914 425 actions de 100 F de la Compagnie Gervais Danone .....	15 janvier 1968
— 240 000 actions de 50 F de la Société Champagne Pommery et Greno .....	13 février 1968
— 189 000 actions de 10 F des Laboratoires d'Opochimiothérapie .....	29 avril 1968

Date de la décision de la Commission	NOM DES SOCIETES	Date d'inscription à la cote
	<b>Banques et sociétés financières</b>	
23 avril .....	— 367.484 actions de 100 F de la Compagnie pour la location d'équipements professionnels « Locabail ».	19 juillet
7 mai .....	— 500.000 actions de 100 F de la Banque de la construction et des travaux publics « B.C.T. ».	15 mai
21 mai .....	— 280.000 actions de 50 F du Crédit électrique et gazier « C.R.E.G. ».	4 juillet
25 juin .....	— 650.000 actions de 100 F de la Compagnie française d'épargne et de crédit « C.F.E.C. »	22 juillet
	<b>Sociétés immobilières d'investissement</b>	
5 juin .....	— 1.640.000 actions de 100 F de la Compagnie d'investissements français immobiliers « C.O.G.I.F.I. » (1).	20 juin
5 juin .....	— 2.000.000 actions de 100 F de l'Union générale d'investissements immobiliers « U.G.I.M.O. » (1).	27 juin
28 août .....	— 600.000 actions de 100 F de la Société immobilière d'investissements « I.M.M.I.N.D.O. » (1).	18 septembre
5 novembre .	— 600.000 actions de 100 F de la Société anonyme de gestion et d'investissements immobiliers « S.A.G.I.M.O. » (1).	18 novembre
10 décembre .	— 3.610.000 actions de 100 F de la Société d'investissements immobiliers et de constructions « S.I.M.C.O. » (1).	18 décembre
	<b>Sociétés d'investissements et de portefeuille</b>	
2 juillet .....	— 83.330 actions de 100 F de la Société de développement économique du Centre et du Centre-Ouest « S.O.D.E.C.C.O. » (1).	19 juillet
(1) Les actions de ces sociétés se négociaient sur le marché hors cote avant leur admission à la cote officielle.		

Date de la décision de la Commission	NOM DES SOCIÉTÉS	Date d'inscription à la cote
	<b>Matériel électrique</b>	
18 juin .....	— 528.000 actions de 100 F de la Compagnie industrielle de télécommunications « C.I.T. »	2 juillet
	<b>Pétroles et carburants</b>	
17 décembre .	— 300.000 actions de 100 F de la Compagnie nouvelle « Repfrance ».	23 décembre
	<b>Produits chimiques</b>	
14 mai .....	— 315.000 actions de 50 F de la Société Lorilleux-Lefranc.	17 octobre
26 novembre .	— 350.000 actions de 50 F de la Société Institut Mérieux.	23 décembre
	<b>Textiles</b>	
9 juillet .....	— 142.546 actions de 100 F de la Société Lou.	25 juillet

La capitalisation boursière au 31 décembre 1968 des 17 sociétés (1) effectivement introduites sur le marché au cours de l'année s'établissait à 3,1 milliards de francs et représentait plus de 3 % de celle de l'ensemble des valeurs françaises à revenu variable cotées.

Ce pourcentage est très différent selon les compartiments de la cote. Il atteint notamment 30 % pour celui des « Sociétés foncières et immobilières » qui s'est enrichi de 6 sociétés immobilières d'investissement parvenues à un stade suffisant d'exploitation de leur patrimoine immobilier. Les titres de ces sociétés étaient déjà largement répartis dans le public en raison des avantages fiscaux qui leur sont attachés. L'autre compartiment dont la capitalisation a le plus augmenté grâce aux valeurs introduites est, avec 11 % environ, celui des « Banques et Sociétés financières ».

Plusieurs des titres nouvellement introduits ont enregistré de fortes hausses depuis leur introduction : Compagnie industrielle de télécommunications

(1) Non compris la Compagnie Gervais-Danone, société holding née de la fusion des groupes Gervais et Danone dont deux sociétés, Danone et Fromageries Ch. Gervais, avaient leurs actions inscrites à la cote, ainsi que la Compagnie nouvelle Repfrance qui a repris une partie des activités de l'ancienne Repfrance dont les actions étaient également cotées.

« C.I.T. » + 31 % ; Compagnie française d'épargne et de crédit « C.F.E.C. » + 29 % ; Locabail + 18 % et Institut Mérieux + 14 %. Pourtant, certains avaient été introduits à un cours très supérieur au prix offert, motivant des critiques à l'encontre de la procédure d'introduction.

#### *La procédure d'introduction.*

Pour toutes les valeurs dont les titres n'étaient pas déjà négociés sur le marché hors cote, il a été fait usage de la procédure d'introduction sur le marché officiel mise au point en 1963 par la Chambre syndicale des agents de change. Cette procédure avait été utilisée depuis cette date, dans des conditions qui paraissaient satisfaisantes, compte tenu des errements anciens. Il est vrai que le climat boursier du moment était peu propice à susciter pour les nouvelles valeurs introduites un engouement du public comparable à celui dont la Chambre syndicale avait voulu contenir les excès en définissant une nouvelle méthode d'introduction.

Pour certaines valeurs le nombre de titres demandés a largement dépassé celui des titres offerts, jusqu'à atteindre près de quarante fois ce dernier chiffre, au point que l'introduction de l'une d'entre elles n'a pu avoir lieu à la date primitivement prévue. Cette disproportion a mis en évidence la difficulté pour les autorités responsables de fixer un cours répondant à deux impératifs contraires : d'une part, respecter au maximum la loi de l'offre et de la demande qui régit le marché, d'autre part, ne pas s'écarter excessivement d'une valeur correspondant aux qualités propres du titre afin en particulier de ne pas compromettre la carrière boursière de ce dernier. Pour cinq valeurs nouvelles qui ont été tout spécialement recherchées par les épargnants en 1968, le prix d'introduction a excédé le prix d'offre dans des proportions allant de 21 à 46 %.

Cette situation n'est assurément pas pleinement satisfaisante, mais la Commission des opérations de bourse n'aperçoit pas encore de système qui puisse éviter toutes les difficultés d'une introduction. En particulier, les critiques qui lui ont été transmises à l'encontre de la procédure actuelle ont été étudiées avec soin, mais elles n'étaient pas assorties de propositions convaincantes.

#### *L'introduction de valeurs à revenu fixe.*

La Commission a prononcé en outre l'admission à la cote officielle des emprunts obligataires suivants (1) émis par des sociétés qui n'y figuraient pas auparavant.

---

(1) Ont également été inscrites à la cote le 29 mars 1968 les 110 000 obligations 6,25 % de 500 F émises en avril 1967 par la Compagnie nationale Air France et dont la cotation avait été décidée en 1967 par le Comité des bourses de valeurs.

Date de la décision de la Commission	NOM DES SOCIETES	Date d'inscription à la cote
7 mai 1968 ..	— 106.000 obligations 6,25 % décembre 1967 de 500 F garanties par l'Etat, de la Banque Française du Commerce Extérieur.	21 juin 1968
10 décembre 1968 .....	— 125.000 obligations 6,50 % mars 1968 de 400 F du Pipe Line Méditerranée-Rhône « S.P.M.R. ».	23 décembre 1968
27 décembre 1968 .....	— 240.000 obligations 7 % septembre 1968 de 500 F du Groupement des Industries du Bâtiment et des Travaux Publics « G.I.B.T.P. ».	16 janvier 1969

*L'introduction de valeurs étrangères.*

La section D de ce chapitre évoque l'étude que la Commission avait entreprise, dès le début de l'année 1968, pour accroître l'importance des valeurs étrangères traitées à Paris, et la nécessité où les circonstances l'ont placée de différer les propositions qu'elle s'apprêtait à faire en cette matière. Dès lors, l'introduction des valeurs étrangères, à une seule exception près, a concerné des sociétés qui avaient déjà des rapports avec la clientèle française.

Après que les autorisations ministérielles prévues par le décret du 27 janvier 1967 pour l'introduction sur le marché en France des valeurs étrangères ont été accordées, la Commission a décidé :

1° La cotation à la Bourse de Paris :

- le 16 octobre, des 19.731.727 actions ordinaires de 0,33 \$ un tiers représentant le capital émis de la société américaine Kaiser Aluminium and Cheminical Corporation ;
- le 26 novembre, des certificats d'actions au porteur de 100 et 1.000 fl. correspondant aux 74.628 actions de 1.000 fl. représentant le capital émis de la société Nationale Nederlanden N.V.

Les titres de cette dernière société ont été inscrits à la cote le 16 décembre. En revanche, l'introduction en bourse des actions de la première n'a pas encore été effectuée pour des raisons tenant aux restrictions de changes.

2° l'inscription sur la liste des valeurs étrangères susceptibles d'être négociées hors cote à la bourse de Paris :

- le 25 mars, des 709.100.000 actions de 1.000 lires représentant le capital émis de la société italienne Montecatini-Edison ;
- le 25 juin, des 31.600.000 actions de 1 rand de la société sud-africaine East Driefontein Gold Mining Company Ltd.

Ont également été ajoutées sur cette liste, le 19 novembre, les actions des sociétés sud-africaines Zandpan Gold Mining Company Ltd et Loraine Gold Mining qui, introduites sur le marché en France depuis de nombreuses années, sont détenues dans des portefeuilles français sans avoir été inscrites antérieurement.

En outre, sur avis de la Commission, le Ministre de l'économie et des finances a autorisé l'offre publique de vente en France des 3 millions d'actions privilégiées de 1.000 lires de la société Istituto Finanziario Industriale - I.F.I.

### **Les radiations.**

Lors de l'institution en mai 1967 d'un bulletin unique de la cote, la question s'est posée de savoir s'il ne convenait pas de supprimer de ce document, ayant à présent un caractère national, un certain nombre de sociétés. En demandant l'avis de la Chambre syndicale des agents de change, la Commission a entrepris un examen systématique de toutes les valeurs cotées. On sait que l'attitude des places étrangères est variable sur ce point, les deux extrêmes étant les bourses américaines, où les critères d'admission sont rigoureux, ce qui entraîne des admissions relativement peu nombreuses et un pourcentage annuel régulier de radiations, et la bourse de Londres où plus de 10.000 valeurs sont cotées.

La Commission des opérations de bourse, quant à elle, a estimé qu'il ne convenait pas de laisser figurer à la cote officielle des valeurs qui, en définitive, ne semblaient pas attirer suffisamment l'épargne. Elle a retenu les critères suivants comme étant de nature à justifier une radiation :

- Faiblesse ou inexistence des transactions sur les titres émis.
- Absence de rémunération du capital prolongée pendant plusieurs années pour les entreprises dont au surplus le total du bilan est peu important.

Cette sélection doit permettre d'alléger la cote des titres de quelque deux cents sociétés dont la capitalisation boursière d'ensemble sera de l'ordre de 900 MF. Les sociétés intéressées ont été avisées en décembre 1968. Il faut rappeler d'ailleurs qu'il est toujours loisible aux actionnaires de négocier leurs titres sur le marché hors cote.



En outre, la Commission a procédé en 1968 à la radiation des valeurs françaises énumérées ci-après :

Date de la décision de la Commission	BOURSE	NOM DES SOCIETES	MOTIFS
12 mars .....	Paris .....	— Obligations 4 1/2 % (ex-6 1/2 %) 1931 de la Compagnie franco-polonaise de chemins de fer.	Indemnisation des porteurs.
23 juillet ....	Paris .....	— 250.000 actions de 100 F de la Société Elysées-Investissements.	Dissolution en raison de leur transformation en SICAV.
29 octobre ...	Paris .....	— 125.000 actions de 200 F de la Société America-Valor.	
23 avril .....	Lyon .....	— 132.000 actions de 150 F, 17.500 obligations de 4 1/2 % 1930 de 10 F et 78.750 obligations 4 1/2 % 1911-1912 de 5 F de la société Entreprise Chemin industrielle foncière et routière.	Société en état de règlement judiciaire.
21 mai .....	Marseille ....	— 10.000 actions de 1,25 F du Crédit immobilier des Bouches-du-Rhône.	Faiblesse des fonds propres et de la rentabilité.

La Commission a également prononcé la radiation :

- des emprunts étrangers suivants à la suite de l'indemnisation des obligataires :
  - Rente italienne 3 % 1861.
  - Emprunt extérieur 4 1/2 (ex-7 %) 1927.
  - Emprunt 7 % 1930 de la Banque de l'Economie nationale (Varsovie).
  - Emprunt hypothécaire 6 % 1929 du Crédit foncier à Varsovie.
- des actions des deux sociétés étrangères Schappe S.A. et Liebig's Extract of Meat Company Limited qui, ayant fait l'objet d'offres d'échange, n'étaient plus réparties dans le public ; toutefois les négociations hors cote ont été autorisées jusqu'à l'achèvement des opérations d'échange.

### Les admissions.

220 sociétés françaises figurant à la cote officielle ont sollicité l'admission à celle-ci d'actions nouvelles assimilables à des titres déjà cotés, ainsi que d'emprunts obligataires.

Ces valeurs, au nombre de 282, se répartissent ainsi selon la nature des opérations à l'origine de leur création :

Actions .....	232
— Emissions en numéraire .....	49
— Attributions gratuites .....	78
— Emissions en rémunération d'apports .....	89
— Conversions d'obligations, de parts bénéficiaires et de parts de fondateur .....	16
Obligations .....	50

En ce qui concerne les valeurs étrangères, les admissions à la cote officielle ont porté sur les titres de 18 sociétés dont la classification par pays s'établit ainsi :

— République fédérale d'Allemagne .....	2
— Pays-Bas .....	2
— Belgique .....	1
— Espagne .....	1
— Royaume-Uni .....	1
— Suède .....	1
— Afrique du Sud .....	4
— Etats-Unis .....	5
— Canada .....	1

### Les transferts de cotation sur les bourses de province.

En dehors de Paris, il existe en France six bourses de province qui sont, par ordre d'importance, Lyon, Nancy, Lille, Marseille, Nantes et Bordeaux (1). Jusqu'à ces années récentes, elles avaient une organisation autonome, identique à celle de Paris, et elles pouvaient inscrire à leur cote des valeurs déjà négociées sur une autre place.

---

(1) La bourse de Toulouse a été supprimée en 1967.

Lorsque fut appliqué le 1<sup>er</sup> janvier 1962, le principe de l'unicité de cotation, les agents de change de province durent transmettre à leurs confrères parisiens, c'est-à-dire dans des conditions financières moins avantageuses, les ordres portant sur des valeurs naguère traitées sur leur place et qui ne pouvaient plus être négociées qu'à la Bourse de Paris. En 1966, les bourses régionales perdirent leur indépendance, voyant en contrepartie la solidarité de la Compagnie nationale s'étendre à l'ensemble de ses membres. En présentant au Parlement chacune de ces deux réformes les Ministres des finances avaient annoncé que ces mesures seraient compensées par le transfert en province de la cotation de valeurs inscrites à Paris.

En application de cette politique, le Comité des bourses de valeurs avait décidé, en mai 1967, le transfert de 53 valeurs.

La Commission des opérations de bourse a reçu de la Compagnie des agents de change des propositions tendant au transfert de 138 valeurs nouvelles.

Après une étude d'ensemble de la situation des bourses de province et compte tenu de la tendance marquée des sociétés françaises de préférer la cotation à Paris, la Commission a estimé qu'il convenait de permettre aux marchés régionaux de résister à un amenuisement qui les menaçait de disparition rapide. Aussi lui est-il apparu souhaitable d'envisager plusieurs mesures qui, sans porter atteinte au marché de Paris sur lequel se concentre légitimement l'essentiel de l'activité boursière du pays, donneraient aux places de province les moyens de jouer le rôle qui pourrait être le leur dans une politique de régionalisation. Ces mesures interviendront en 1969. Elles comprendront des décisions qui sont du ressort de la Commission et des propositions que, dans le cadre de sa mission en matière de réglementation, celle-ci adressera aux autorités compétentes.

#### *D. — LA MISSION DE LA COMMISSION DES OPERATIONS DE BOURSE EN MATIERE DE REGLEMENTATION*

Divers textes donnent à la Commission des opérations de bourse une mission en matière de réglementation, soit qu'elle ait à prendre certains textes de sa compétence, soit qu'elle donne un avis, prévu par une disposition explicite, soit qu'elle fasse, de sa propre initiative, des propositions aux pouvoirs publics.

#### **Le pouvoir réglementaire propre de la Commission des opérations de bourse.**

En vertu de l'article 2 du décret du 3 janvier 1968, la Commission des opérations de bourse peut prendre des décisions sur toutes les questions

de caractère général concernant le fonctionnement des bourses de valeurs. Les décisions sont soumises à l'approbation explicite ou implicite du Ministre de l'économie et des finances.

Aucune décision de cet ordre n'a été prise en 1968. Il n'en sera pas de même en 1969. C'est notamment en se fondant sur ce texte que la Commission des opérations de bourse énoncera des règles nouvelles concernant les offres publiques d'achat.

Déjà, au mois d'août 1968, la Commission avait transmis au Ministre de l'économie et des finances une étude sur les conditions dans lesquelles s'étaient déroulées en France les seize opérations de ce genre qui avaient eu lieu depuis que le Ministre en avait fixé à titre expérimental et provisoire, la procédure en 1966. Sans entrer dans tous les aspects de cette question complexe, la Commission s'était bornée à des propositions concernant les points fondamentaux que sont l'information sur les protagonistes de l'opération et le fonctionnement du marché de la valeur pendant le déroulement de l'offre publique.

Depuis lors, l'offre publique très particulière, à la fois par ses modalités, par l'importance des sociétés en cause et par l'intensité de leur lutte, que la société Boussois Souchon Neuvesel a lancée, le 30 décembre 1968, aux actionnaires de la Compagnie de Saint-Gobain, a mis cette question au premier plan de l'actualité.

Avec l'accord du Ministre de l'économie et des finances, la Commission des opérations de bourse a entrepris avec la participation de la Compagnie des Agents de change et l'avis des professionnels avertis, une étude en vue de la mise au point de règles d'action en la matière. Elles sont destinées tout en faisant de cette opération un mode normal d'intervention sur le marché, à en assurer un bon déroulement.

D'autres questions feront l'objet de décisions de caractère général, lorsque les études évoquées plus loin seront plus avancées.

Enfin, la Commission des opérations de bourse a des pouvoirs particuliers en matière de réglementation. C'est ainsi qu'elle aura à examiner et à approuver le règlement intérieur régissant la Compagnie nationale des agents de change, conformément à l'article 82 du décret du 7 octobre 1890.

#### **Les avis sur des textes de caractère général.**

En vertu du même décret, la Commission est appelée à donner au Ministre de l'économie et des finances un avis sur le règlement général de la Compagnie nationale des agents de change. Elle le fera en 1969.

D'autres textes prévoient la consultation obligatoire de la Commission sur des questions réglementaires régissant la profession telles que la création et la suppression des bourses et des offices, et les dérogations aux dispositions de l'article 85 du Code de commerce. Cet article interdit aux agents de change de faire des opérations de commerce et de banque pour leur compte, sauf autorisation donnée par décret sur avis de la Commission des opérations de bourse. Il est rappelé que ces dérogations ne peuvent en aucun cas avoir pour effet de les autoriser à assurer eux-mêmes la contrepartie des opérations qui leur sont confiées par leurs clients.

Par ailleurs, les Pouvoirs publics peuvent, à tout moment, consulter la Commission sur des projets à l'étude. En 1968, cette faculté n'a pas été utilisée.

### **Les propositions dont la Commission prend l'initiative.**

L'article 4 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 stipule que « la Commission des opérations de bourse peut formuler des propositions de modifications des lois et règlements concernant l'information des porteurs de valeurs mobilières et du public, les bourses de valeurs et le statut des agents de change ».

C'est dans le cadre de cette mission que la Commission des opérations de bourse avait étudié l'introduction en France des valeurs étrangères dont il a été fait mention au chapitre I (page 17) et qu'elle a formulé les propositions concernant les commissaires aux comptes, qui ont été signalées au chapitre II (page 39).

En dehors de ces questions, la Commission des opérations de bourse a, au cours de l'année 1968, présenté une série de suggestions tendant à modifier les dispositions régissant les sociétés d'investissement à capital variable ; elles ont été transmises au Ministre de l'économie et des finances en juillet 1968.

Après une étude approfondie du développement de ces sociétés, la Commission a émis l'opinion que leur rôle devrait être considérablement accru. A cette fin, la Commission a proposé un certain nombre de mesures dont voici l'essentiel :

- La mesure sans doute la plus importante serait la suppression, ou en tout cas l'accroissement sensible, du plafond des commissions, 4,75 %, que peuvent prélever les sociétés d'investissement à capital variable, à l'entrée ou à la sortie, sur les sommes qu'elles reçoivent. L'intérêt de cette libéralisation serait de faciliter, par une meilleure rémunération, la constitution de réseaux de diffusion des actions de sociétés d'investissement à capital variable plus actifs et ne dépendant pas nécessairement des banques, ce que ne permet pas le taux de commission actuel. Une modification du décret-loi du 8 août 1935, régissant le démarchage, serait également nécessaire, de manière à supprimer le monopole que détiennent les banques dans la désignation des démarcheurs.

On peut s'étonner que la Commission des opérations de bourse soit favorable à une mesure qui aboutira à augmenter le coût de placement. En fait, pour l'épargnant, la bonne gestion de la société d'investissement à capital variable est un élément d'appréciation plus important que quelques points d'écart sur le taux de commission ; en 1968, entre des sociétés spécialisées dans les placements en actions, la différence de plus-value de la valeur liquidative a atteint couramment plus de 10 %. Une concurrence fondée sur les performances sera plus vive si certaines sociétés d'investissement à capital variable doivent justifier par de meilleurs résultats un droit d'entrée plus onéreux. Une sollicitation plus active de l'investissement en valeurs mobilières peut en être attendue.

La Commission des opérations de bourse n'ignore pas qu'au moment où elle propose d'augmenter le droit d'entrée dans les sociétés d'investissement à capital variable, la Securities and Exchange Commission mène actuellement une action insistante pour réduire les taux élevés que prélèvent les fonds de placement américains. Mais la situation dans les deux pays est profondément différente, les Etats-Unis se trouvant aux prises avec des fonds si développés et si offensifs que leur recherche de la performance nuit à la sécurité du marché, alors que la France en est au stade où elle doit développer fortement l'activité d'organismes nouveaux.

La Commission a également proposé que soit supprimée, au moins par étapes, ce qu'on a appelé l'« obligation d'obligations », cette règle selon laquelle les sociétés d'investissement à capital variable doivent détenir dans leurs actifs au moins 30 % de valeurs à revenu fixe et de liquidités. Le souci qui avait inspiré, à l'origine, les Pouvoirs publics en édictant cette règle était de freiner les gestions hasardeuses et de ne pas détourner trop brusquement les porteurs traditionnels d'obligations vers des titres qui présentaient à leurs yeux autant de garanties que les obligations tout en leur donnant des plus-values substantielles.

De nombreuses sociétés d'investissement à capital variable spécialisées dans les obligations se sont constituées en 1967 et 1968, favorisées à cet égard par les nouvelles modalités d'émission des emprunts obligataires. L'expérience a montré d'autre part que les premières sociétés d'investissement à capital variable étaient convenablement gérées. Dès lors, il serait concevable de laisser une totale liberté de gestion à ces organismes. En particulier, il serait grave pour l'avenir de cette formule de gestion de l'épargne collective que le maintien d'une telle règle qui répond à d'autres besoins ne permette pas à ces sociétés de fonctionner dans le seul intérêt de leurs actionnaires et d'investir avec une liberté entière dans l'ensemble de l'économie du pays.

La Commission, enfin, est favorable aux fonds commun de placement. Ce mode de gestion de l'épargne collective, répandu dans tous les pays où l'épargne institutionnelle est développée, a été écarté en France pour des

raisons diverses. Si ces motifs constituent encore un obstacle, au moins peut-on dès maintenant supprimer certaines infériorités des sociétés d'investissement à capital variable vis-à-vis des fonds de placement, notamment l'obligation de constituer, en application de l'article 2 de l'arrêté du 14 octobre 1963, une provision pour moins-values éventuelles du portefeuille et l'interdiction édictée par l'article 9 de l'ordonnance du 2 novembre 1945 de distribuer les plus-values réalisées sur vente de titres et le montant des ventes de droits de souscriptions ou d'attribution tant que les réserves n'ont pas atteint la moitié du montant du capital émis.

La Commission a, par ailleurs, soutenu un projet de décret modifiant celui du 4 août 1949 concernant la SICOVAM afin notamment de permettre à cet organisme d'admettre à ses opérations les valeurs mobilières étrangères au porteur.

### **Les études.**

Plus nombreux sont les sujets qui, sans faire l'objet de propositions, sont étudiés par la Commission. Celle-ci est convaincue que le marché de Paris fonctionne, dans l'ensemble, de façon très satisfaisante. Il est remarquable que, venant d'une moyenne journalière de transactions de 70 millions de F en 1967, il ait pu traiter près de 300 millions, soit quatre fois plus, au cours de certaines journées particulièrement actives de janvier 1969. Mais cette situation satisfaisante n'exclut pas nombre d'améliorations particulières. Plus encore, la perspective d'un important élargissement conduit à se poser plusieurs questions de fond.

Dès le début de l'année 1968, la Commission a entrepris une étude approfondie sur le rôle actuel et possible des valeurs étrangères cotées à Paris qui l'avait persuadée qu'un développement important de leur nombre était une mesure indispensable à l'élargissement du rôle international de la Bourse, à condition toutefois que les inscriptions s'accompagnent d'une diffusion des titres et ne soient pas une décision simplement formelle.

Les difficultés monétaires ont rendu ces idées inactuelles. Elles seront reprises lorsque les circonstances seront redevenues favorables.

Sur des points mineurs, la Commission a suggéré à la Chambre syndicale des agents de change d'étudier une modification éventuelle des pratiques actuellement en vigueur, d'une part, en vue d'alléger la formalité d'estampillage des titres à la suite d'une élévation de leur valeur nominale et, d'autre part, afin d'assouplir le système du transfert d'ordre lors de négociations de titres essentiellement nominatifs. La Commission a en effet constaté que l'inscription sur le registre des actionnaires du nom de l'acquéreur d'actions nominatives était presque toujours effectuée dans des délais très supérieurs à ceux qu'a fixés la réglementation. Par ailleurs, toutes les mesures

susceptibles d'alléger des formalités matérielles méritent d'être recherchées et appliquées.

Dans l'avenir, la Commission pense qu'elle sera amenée à prendre parti, et qu'elle doit commencer dès maintenant des études, sur une série de questions concernant l'organisation et le fonctionnement du marché.

Le développement des transactions se heurte à un obstacle technique majeur tenant à l'étroitesse du marché de nombreux titres négociés au comptant seulement. L'arrivée inopinée d'ordres importants sur de tels marchés provoque des écarts de cours que rien ne justifie dans la situation de l'entreprise concernée, et il paraît irréaliste de demander aux actionnaires majoritaires d'atténuer ces mouvements désordonnés en mettant à la disposition du public une part plus importante du capital de leur société. Une solution satisfaisante pourrait, semble-t-il, être apportée à ce problème par la création d'une fonction nouvelle, analogue à celle qui existe déjà sur certaines grandes places financières internationales, consistant à faire la contrepartie des ordres d'achat et de vente.

Cette réforme destinée à régulariser les transactions sur le marché au comptant nécessiterait, de la part de ces intermédiaires, des moyens financiers que certaines charges d'agents de change pourraient éprouver des difficultés à réunir sous leur forme actuelle. Dans cette optique, cette nouvelle institution, si elle était adoptée, devrait conduire à un assouplissement du régime juridique et fiscal des charges d'agents de change qui ne peuvent actuellement revêtir d'autre statut que celui de société en commandite simple si le titulaire s'est adjoint des bailleurs de fonds.

D'autres points touchant au fonctionnement du marché mériteraient d'être examinés attentivement. Il en va ainsi de l'articulation entre la cotation au comptant et la cotation à terme pour les valeurs qui se négocient sur les deux marchés. Le fonctionnement des ventes à découvert nécessiterait également une étude, ainsi que les conditions dans lesquelles les sociétés peuvent régulariser les cours de leurs actions.

#### *E. — LES OPERATIONS EFFECTUEES PAR LES PERSONNES DISPOSANT D'INFORMATIONS PRIVILEGIEES*

##### **Le fondement des dispositions légales.**

L'ordonnance du 28 septembre 1967 a imposé des obligations nouvelles à certaines personnes qui sont considérées comme ayant un accès privilégié à des informations sur la vie d'une société ou de sociétés ayant avec celle-ci certaines relations de filiation. Ces obligations consistent principalement à



déclarer toute acquisition ou aliénation des actions dont ces personnes sont propriétaires. Les déclarations sont adressées à la Commission des opérations de bourse qui a la faculté de les publier.

L'objectif du législateur, en instituant ces règles, a été de faire respecter une notion essentielle au bon fonctionnement d'un marché financier, celle de l'égalité de tous les actionnaires devant l'information, qu'il s'agisse de dirigeants d'une société ou de simples particuliers détenteurs de titres de cette société. Il est en effet indispensable, si une société a jugé bon de ne pas divulguer certaines informations pouvant avoir une incidence sur les cours de bourse, que ce silence ne profite pas aux privilégiés qui ont pu seuls en avoir connaissance.

Il est un fait que les dirigeants d'une société anonyme cotée en bourse, ainsi que des personnes qui sont en rapport étroit avec elle, peuvent, dans certaines circonstances, réaliser, pratiquement sans risque, de fructueuses spéculations sur les titres de la société. Ils ont en effet une influence plus ou moins grande sur l'évolution des cours des titres de cette société, soit par les décisions qu'ils prennent et qui peuvent provoquer, d'une manière à peu près certaine, la hausse ou la baisse des cours (rapprochement avec une autre société, contrats importants, recherche fructueuse, augmentation ou réduction du dividende, augmentation du capital, etc.), soit par des informations qu'ils sont amenés à divulguer (annonce de bénéfices supérieurs ou inférieurs à l'attente commune par exemple).

Un contrôle des opérations de ces personnes doit, *a priori*, tenter de rétablir l'égalité devant l'information, en prévenant les opérations anormales, et, *a posteriori*, sanctionner éventuellement la spéculation.

Ces contrôles ne devraient pas détourner les intéressés, dirigeants d'entreprises et autres personnes informées, d'associer une partie de leur épargne aux aléas de la société au profit de laquelle ils exercent des fonctions. L'exemple des Etats-Unis le prouve où la rigueur de ces contrôles n'empêche nullement les responsables des sociétés de bénéficier personnellement, par le système des options (stock options), de la croissance des entreprises qu'ils dirigent. Ces contrôles leur interdisent seulement de réaliser des profits anormaux dans des transactions déséquilibrées faisant intervenir une contrepartie qui ne jouit pas des mêmes renseignements qu'eux.

### **Les législations américaine et anglaise.**

Aux Etats-Unis et en Angleterre, le législateur a instauré une procédure stricte. Aux Etats-Unis, les dispositions de la loi fédérale de 1934 interdisent aux dirigeants les opérations à découvert et prévoient la confiscation au profit de la société de tous les profits réalisés par un dirigeant grâce à la revente

d'actions achetées dans les six mois précédents ou au rachat d'actions équivalentes à des actions précédemment vendues dans le même délai.

Par ailleurs, tout dirigeant doit indiquer à la « Securities and Exchange Commission », le nombre d'actions qu'il détient, lesquelles ont obligatoirement dans ce pays la forme nominative, et lui notifier tout achat ou toute revente de titres dans les dix jours suivant la fin du mois où il les effectue. Non seulement la S.E.C. tient à la disposition du public les informations qu'elle reçoit, mais elle les résume tous les mois dans un opuscule qu'elle distribue largement parmi les professionnels de la bourse et de la presse financière.

Par ailleurs, cette loi s'applique à tous les « insiders », c'est-à-dire à tous ceux qui sont à même de posséder sur la société des informations qui ne sont pas encore à la disposition du public : administrateurs, président et vice-présidents, directeur financier, principaux dirigeants et toute personne qui, directement ou indirectement, détient 10 % d'une catégorie d'actions.

En Angleterre, c'est seulement à partir de 1948 que des mesures ont été prises à l'encontre de la spéculation des dirigeants sur les titres de leur société.

Les dispositions du Companies Act de 1948 ne prévoient en fait que des mesures de publicité relativement restreintes puisque le nombre des actions ou obligations de la société, d'une société-mère ou d'une société filiale, qui sont détenues par chaque administrateur est inscrit sur un « registre des titres des administrateurs ». Ces registres peuvent être consultés par les actionnaires ou les obligataires au cours des deux semaines qui précèdent l'assemblée générale annuelle. Par ailleurs, l'administrateur doit notifier par écrit à la société tout achat ou toute vente à laquelle il procède.

La loi de 1967 a renforcé la rigueur de ce contrôle d'une part en interdisant les opérations à terme aux dirigeants sur les titres de sa société ou d'une société du même groupe et d'autre part en renforçant la publicité à laquelle sont soumises les opérations qu'ils effectuent sur les mêmes titres.

### **L'application des dispositions légales en France.**

La mise en vigueur en France de cette procédure de contrôle des opérations effectuées par les personnes disposant d'informations privilégiées est très récente, puisque l'ordonnance du 28 septembre 1967 a été complétée par le décret d'application du 3 octobre 1968 et par la loi du 6 janvier 1969.

Les obligations qui sont imposées aux personnes visées sont de deux sortes : d'une part, mettre au nominatif les actions définies par les textes, d'autre part, déclarer à la Commission des opérations de bourse tous mouvements effectués par ces personnes sur lesdits titres. Les délais impartis pour effectuer ces formalités ont été fixés par le décret du 3 octobre 1968.

Le principe de la mise au nominatif a été assoupli par la loi du 6 janvier 1969 qui donne la possibilité de remplacer la mise au nominatif des actions par leur dépôt en banque, les conditions de notification de ces dépôts devant être déterminées ultérieurement par décret. En application de ce texte, la Commission des opérations de bourse a donc admis que les personnes assujetties auraient le choix, avant l'expiration du délai de trois mois accordé par le décret du 3 octobre 1968 aux dirigeants alors en fonction, c'est-à-dire avant le 10 janvier 1969, entre la mise au nominatif ou le dépôt en banque, ou par extension dans un établissement agréé ou chez un agent de change, des titres de valeurs mobilières qu'elles détiennent et qui sont soumises aux formalités.

Les conditions d'application de ces dispositions législatives et réglementaires ont été arrêtées par la Commission des opérations de bourse dans une instruction du 25 octobre 1968 qui a été diffusée aux sociétés visées, par l'intermédiaire des organismes professionnels compétents.

La Commission s'est montrée libérale dans l'application des règles ainsi posées. Les déclarations des opérations effectuées sur les titres doivent lui être adressées dans les brefs délais impartis par le décret du 3 octobre 1968. Toutefois, dans un but de simplification, la Commission a recommandé que les déclarations portant sur un faible montant soient regroupées, les déclarations n'étant adressées à la Commission que lorsque le montant total des transactions atteint 25.000 francs ou à la fin de chaque trimestre lorsque le total des opérations reste inférieur à ce montant. De même, la Commission a prévu de ne pas exiger l'envoi des déclarations par lettre recommandée comme le prévoyait le décret, cette formalité étant considérée comme une simple précaution utile à l'expéditeur qui, en cas de contestation, pourrait apporter la preuve qu'il s'est acquitté de son obligation.

Par ailleurs, pour permettre une exploitation rationnelle des renseignements fournis par ces déclarations, la Commission a mis au point un formulaire de déclaration qui est adressé, sur leur demande, à tous les intéressés.

Parmi les personnes visées par les dispositions légales, seules celles qui le sont de plein droit (présidents, administrateurs et directeurs généraux) y sont actuellement assujettis.

A l'égard des autres (membres du personnel désignés par la Commission des opérations de bourse), la Commission a renoncé dans l'immédiat à la désignation des personnes qui, dans chaque entreprise, sont considérées comme ayant accès à des informations privilégiées et qui, de ce fait, sont passibles des mêmes obligations que les dirigeants de ces sociétés.

La Commission a donc, comme elle en avait l'obligation, commencé par appliquer les dispositions législatives dans leur texte actuel. Pourtant, et

malgré la bonne volonté qui s'est finalement révélée de la part d'un grand nombre des personnes visées, la Commission a tiré de cette expérience la conclusion qu'il était souhaitable de modifier le système.

### **L'appréciation des dispositions légales — Propositions.**

La préoccupation morale qui a inspiré le législateur est parfaitement louable. Elle est, au surplus, compréhensible, puisque l'on peut considérer que le fait de disposer d'informations privilégiées met dans l'acte de vente ou d'achat l'une des parties dans une situation unilatéralement avantageuse par rapport à l'autre, ce qui veut dire que la clarté et l'honnêteté du marché s'en trouvent atteintes. Or, ce sont précisément des soucis qui doivent être de première importance pour l'action de la Commission. Enfin, des mesures de même inspiration sont appliquées ailleurs, par exemple aux Etats-Unis où elles ont parfois donné lieu à des affaires retentissantes et à des sanctions sévères.

Toutefois, il s'est avéré que, pour légitime que fût la préoccupation du législateur, la voie et la forme qu'il avait choisies n'étaient, finalement, ni appropriées, ni efficaces. La raison en est très probablement dans l'extrême difficulté qu'il y a à transposer en droit français, qui obéit à un certain nombre de caractéristiques propres, des dispositions dont l'application se présente tout autrement dans le contexte d'une philosophie juridique et d'une organisation judiciaire des pays anglo-saxons. Ce n'est pas efficace parce que l'application stricte du texte et du décret d'application risquerait d'aboutir à une accumulation de documents dont le dépouillement nécessiterait un renforcement de personnel que le Collège ne souhaite pas pour cette tâche, sans pour autant assurer que les opérations véritablement répréhensibles, s'il s'en produit, puissent être détectées et, partant, sanctionnées.

Au surplus, ce système comporte d'incontestables inconvénients psychologiques, dans la mesure où il repose sur l'établissement d'une sorte de liste de suspects possibles.

C'est au contraire, si l'on veut avoir une action répressive efficace, de la transaction illicite qu'il faut partir lorsqu'on la constate, et non pas de celui qui est susceptible d'être exposé à la tentation de la commettre. Il faut d'ailleurs dissiper une équivoque et faire preuve de justice, en précisant, après examen de la situation, que rien ne peut laisser à penser à la Commission que des infractions de ce genre sont fréquentes, ce qui ne veut pas dire que lorsqu'elles se produisent, elles ne doivent pas être justement et durement réprimées.

La Commission estime donc devoir formuler des propositions précises de modifications des dispositions légales et réglementaires en la matière. Sans entrer dans le présent rapport dans le détail de ces propositions, il suffit d'indiquer qu'elles limitent aux seuls actionnaires possédant plus de

10 % du capital d'une société cotée les obligations existant actuellement. Dans le cas où la Commission aura déterminé, notamment dans le volume des transactions et dans les variations de cours, une opération de caractère exceptionnel, elle doit disposer des moyens d'investigations les plus larges. Il s'agit de rechercher si l'origine de telles opérations ou le profit qui en a été tiré est à mettre à l'actif de personnes qui, par leurs fonctions dans la société ou auprès de la société ou en raison de leurs rapports professionnels avec la société, ont pu disposer d'informations privilégiées dont elles ont fait ensuite un usage abusif. En d'autres termes, les dispositions nouvelles doivent porter, tant sur la définition de l'infraction que sur les personnes qui ont pu s'en rendre coupables, ainsi que sur les pouvoirs de la Commission.

Les difficultés psychologiques se trouveront ainsi levées, puisqu'il s'agira de sanctionner des actes délictueux effectivement commis, et non plus de surveiller ceux qui pourraient éventuellement en commettre, et l'efficacité y gagnera dans la mesure où les pouvoirs d'investigation de la Commission seront concentrés sur un certain nombre d'actes et non dispersés sur un trop grand nombre de personnes.

\*  
\* \*

Ainsi, la Commission des opérations de bourse a dû, au cours de sa première année d'existence, mener de pair la mise en place d'un appareil, léger mais efficace, propre à remplir sa mission, et la prise en charge progressive mais rapide des responsabilités que le législateur lui a confiées.

Organisme entièrement nouveau, chargé d'une tâche, pour l'essentiel, également nouvelle, elle a dû, peu à peu, se définir et se situer par rapport aux institutions publiques, corporatives ou privées, dont l'action s'exerce dans des domaines voisins de compétence. De ce fait, il était inévitable que, comme dans toutes les situations de ce genre, elle ait rencontré des difficultés non négligeables. Elle se doit cependant de reconnaître qu'elle a, généralement trouvé une attitude de coopération, dont il faut savoir gré notamment à ceux à qui l'ordonnance de 1967 imposait des obligations nouvelles.

La Commission estime donc qu'avec une modeste amélioration des moyens, notamment juridiques, dont elle dispose, il lui sera possible au cours de sa deuxième année de fonction, de marquer des étapes essentielles dans la réalisation de la mission qui lui a été confiée.

Le 21 mars 1969.

P. CHATENET.

A. de VOGUE.

A. MONGUILAN.

Y. MEUNIER.

R. de LESTRADE.

M. Chatenet, Président, au nom de la Commission des opérations de bourse, a eu l'honneur de remettre le rapport qui précède à M. le Président de la République, le 21 mars 1969, en application de l'article 4 de l'ordonnance du 28 septembre 1967. Ce rapport a été publié aux Journaux officiels, Documents administratifs n° 5 du 7 avril 1969

---

LIBRAIRIES-IMPRIMERIES RÉUNIES  
7, rue Saint-Benoît  
PARIS-VI\*

---



**LA DOCUMENTATION FRANÇAISE**

**31, Quai Voltaire — Paris-7<sup>e</sup>**