

année 1970

Commission  
des  
Opérations  
de  
Bourse

3<sup>e</sup> rapport au Président de la République

COMMISSION DES OPÉRATIONS DE BOURSE

---

**RAPPORT ANNUEL**  
**année 1970**

---

## Table des matières

<i>Avant-propos</i> .....	6
<i>Sommaire</i> .....	7

### CHAPITRE I

#### Le marché financier en 1970

	Pages
A. — Le financement des investissements par le marché financier .....	19
Les ressources .....	19
Les emplois .....	21
B. — La bourse .....	26
Les transactions .....	26
Les cours .....	29
Les facteurs ayant influé sur l'évolution de la bourse en 1970 .....	31
• Le marché de New York .....	31
• L'évolution des taux de rendement .....	36
• L'incidence des émissions .....	38
• Les autres facteurs d'influence .....	39
C. — L'évolution des structures .....	40
L'apparition de titres nouveaux .....	41
• Les obligations convertibles à tout moment .....	41
• Les actions .....	42
• L'indexation de l'assurance-vie .....	43
L'amélioration des méthodes de placement .....	44
• Les initiatives des intermédiaires financiers .....	44
• Le rôle des entreprises .....	45
La concentration des entreprises .....	46
L'ouverture sur l'étranger .....	49
• Le placement de titres français à l'étranger .....	49
• L'admission en France de nouvelles valeurs étrangères .....	51
La nécessité d'études préalables .....	52

### CHAPITRE II

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

A. — Une politique de l'information .....	58
La nécessité d'une conception d'ensemble .....	58
Les initiatives dirigées vers les petits actionnaires et le public .....	59

	Pages
<b>B. — L'information continue</b> .....	<b>64</b>
L'information des assemblées générales ordinaires .....	<b>64</b>
Les publications périodiques .....	<b>68</b>
● <i>La régularité des publications</i> .....	<b>68</b>
● <i>Le contenu des publications</i> .....	<b>74</b>
- Le chiffre d'affaires .....	<b>75</b>
- Les situations provisoires .....	<b>76</b>
- Les comptes annuels .....	<b>77</b>
<b>C. — L'information à l'occasion des opérations financières</b> .....	<b>78</b>
L'information à l'occasion des appels publics à l'épargne .....	<b>78</b>
● <i>Les notes d'information</i> .....	<b>79</b>
- Les visas et dispenses .....	<b>79</b>
- Le contenu des notes d'information .....	<b>82</b>
- La diffusion des notes d'information .....	<b>84</b>
● <i>Les autres moyens d'information</i> .....	<b>86</b>
L'information des assemblées générales extraordinaires .....	<b>89</b>
● <i>La pratique</i> .....	<b>89</b>
● <i>Les principes</i> .....	<b>91</b>
<b>D. — L'information occasionnelle</b> .....	<b>92</b>
Les principes .....	<b>92</b>
L'application en 1970 .....	<b>94</b>
<b>E. — La réforme des textes sur l'information</b> .....	<b>95</b>
Accélération de l'information .....	<b>96</b>
Extension de l'information .....	<b>97</b>
Simplification des textes et allègement des formalités imposées aux sociétés ....	<b>98</b>

### *CHAPITRE III*

## **Réglementation comptable et commissariat aux comptes**

<b>A. — Les problèmes et la réglementation comptables</b> .....	<b>103</b>
<b>B. — Les comptes consolidés</b> .....	<b>106</b>
La pratique des comptes consolidés en 1970 .....	<b>106</b>
La méthode de consolidation .....	<b>108</b>
La généralisation des comptes de groupe .....	<b>109</b>
<b>C. — Le commissariat aux comptes</b> .....	<b>110</b>
Quelques points de doctrine .....	<b>111</b>
La Commission des opérations de bourse et les commissaires aux comptes .....	<b>113</b>
● <i>Les candidatures</i> .....	<b>114</b>
● <i>L'exercice du commissariat</i> .....	<b>115</b>

## **CHAPITRE IV**

### **Le fonctionnement des bourses de valeurs**

	Pages
<b>A. — La réglementation</b> .....	119
La législation sur les bourses de valeurs et les valeurs mobilières .....	119
La réforme de la profession des remisiers et gérants de portefeuilles .....	120
Les décisions de caractère général .....	122
Les règlements de la Compagnie des agents de change .....	122
<b>B. — Les décisions sur les valeurs négociables</b> .....	123
Les introductions .....	123
• Valeurs françaises .....	124
• Valeurs étrangères .....	128
Les admissions .....	128
Les radiations .....	130
Les bourses de province .....	131
<b>C. — La surveillance des opérations de bourse</b> .....	132
La surveillance des variations de cours importantes .....	132
Les offres publiques .....	136
Les enquêtes .....	136
Le renforcement des pouvoirs de la Commission .....	138

## **CHAPITRE V**

### **La diffusion des valeurs mobilières**

<b>A. — Les SICAV</b> .....	145
L'expansion des SICAV .....	146
L'information donnée par les SICAV .....	151
Les SICAV et le marché boursier .....	152
<b>B. — Le démarchage</b> .....	154
La réglementation .....	156
Les conditions effectives des plans .....	156
Les résultats .....	158
<b>C. — L'intéressement</b> .....	158

**CHAPITRE VI**  
**La Commission des opérations de bourse et le public**

	Pages
A. — Les plaintes, réclamations et suggestions .....	163
Suggestions .....	164
Réclamations et demandes de renseignements .....	165
Les affaires à caractère contentieux .....	167
• <i>Les prises de contrôle</i> .....	167
• <i>Les échanges de titres</i> .....	172
• <i>La représentation des actionnaires à l'occasion des assemblées générales</i> ..	174
• <i>Affaires diverses</i> .....	176
B. — L'information sur les activités de la Commission .....	177
 <i>Conclusion</i> .....	 179
<i>Annexes</i> .....	181

## Avant-propos

Par application de l'article 2, alinéa 2, de l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967, le mandat des membres de la Commission autres que le Président, nommés pour trois ans par arrêté du Ministre de l'économie et des finances, à savoir :

MM. René de LESTRADE,  
Yves MEUNIER,  
Albert MONGUILAN,  
Arnaud de VOGUE.

a expiré le 31 décembre 1970. Le texte ci-dessus a été modifié par la loi n° 70-1283 du 31 décembre 1970 qui a porté la durée du mandat à quatre ans. Ont été à ce titre nommés par arrêté du Ministre de l'économie et des finances, à compter du 1<sup>er</sup> janvier 1971 :

MM. Maurice BORGEAUD,  
Gilbert LANCIEN,  
René de LESTRADE,  
Yves MEUNIER.

L'alinéa 2 de l'article 2 nouveau de l'ordonnance disposant « que le mandat de deux membres débutant le 1<sup>er</sup> janvier 1971 et désignés par le sort à l'initiative du Président de la Commission, viendra à expiration au terme d'une période de deux ans », il a été procédé à cette formalité au cours de la séance du collège du 26 janvier 1971. Le sort a désigné :

MM. Yves MEUNIER,  
Maurice BORGEAUD.

dont le mandat expirera dès lors le 31 décembre 1972.

Par application du dernier alinéa de l'article 2 de l'ordonnance du 28 septembre 1967, modifiée par la loi du 31 décembre 1970, le mandat de l'actuel Président, nommé pour cinq ans par décret en Conseil des Ministres du 10 novembre 1967, s'achèvera au terme prévu par la législation en vigueur au moment de sa nomination. Ultérieurement, le Président sera nommé par décret en Conseil des Ministres pour une durée de quatre ans.

## Sommaire

Le troisième rapport annuel de la Commission des opérations de bourse décrit l'activité de celle-ci au cours de l'année 1970. Comme les précédents rapports, il rappelle les orientations prises par la Commission et en analyse les motifs, de manière à guider l'action des professionnels qui, dans les sociétés, les banques ou à la bourse, agissent sur le marché des valeurs mobilières. Dans le même esprit, ce rapport esquisse certaines des directions que la Commission a choisi de suivre en 1971.

En 1970, le collège s'est réuni quarante fois, contre quarante-quatre en 1969. Vers la fin de l'année, il a décidé de desserrer quelque peu le rythme de ses réunions, le Président pouvant prendre, dans l'intervalle de deux séances, les décisions que l'urgence exigerait.

L'année s'est achevée avec le vote, par le Parlement, de deux textes législatifs qui étendent les moyens d'action et les attributions de la Commission. En premier lieu, la loi du 23 décembre 1970 sur les pouvoirs de la Commission des opérations de bourse et sur les opérations d'initiés a institué des sanctions pénales à l'encontre des personnes qui réaliseraient des opérations de bourse fructueuses grâce à des informations privilégiées ou qui tenteraient d'agir sur les cours par des informations trompeuses ; en contrepartie, elle a allégé les formalités administratives que la législation antérieure imposait aux dirigeants des sociétés. La Commission pourra dès lors poursuivre efficacement les opérations abusives que ses enquêtes lui révéleraient. En second lieu, la loi du 31 décembre 1970, qui a profondément modifié le régime juridique des sociétés civiles immobilières faisant publiquement appel à l'épargne, a prévu que la Commission aurait à vérifier les documents d'information publiés par ces sociétés.

Les services de la Commission, dont les moyens n'ont pas varié, sont organisés de la manière décrite en annexe. Le collège tient à souligner la qualité du concours que lui ont apporté tous les agents de la Commission quelle que soit leur origine : Etat, Banque de France ou secteur privé.

\*  
\*\*

Comme l'an dernier, le rapport commence par une description de l'activité et de l'évolution en 1970 du marché financier, dont le développement est la raison d'être de la Commission. Après une année boursière brillante, 1970 a été marquée par une forte expansion du marché financier primaire, celui des émissions.

En 1970, les valeurs mobilières ont financé 10 % de la formation brute de capital fixe, contre 8,4 en 1969 et 6,5 l'année d'avant. Certes, le niveau le plus élevé des années 60, 13,2 % en 1963, n'a pas encore été retrouvé, mais la progression remarquable enregistrée depuis deux ans justifie les chances que la Commission reconnaissait à ce marché dès 1968, alors même qu'il était au plus bas. La contribution accrue des valeurs mobilières au financement des investissements va de pair avec un accroissement du taux d'épargne des ménages, qui a atteint 16,4 %, contre moins de 15 % en 1969.

Quant au marché secondaire, c'est-à-dire la bourse, son allure a été contrastée : les indices d'activité et de cours ont évolué de manière contradictoire pour les actions et pour les obligations. Encouragé par le maintien de taux d'intérêt élevés et par le climat d'incertitude qui a pesé sur toute l'année, le marché des valeurs à revenu fixe a développé son activité (+ 5 %) et augmenté ses cours (+ 1,1 %). En revanche, celui des valeurs mobilières françaises à revenu variable a eu des résultats en baisse (respectivement — 28,2 % et — 7,1 %). La diminution provient presque uniquement des transactions à terme, montrant ainsi que ce sont les grands opérateurs, agissant pour investir ou pour spéculer, qui se sont en partie détournés de ce marché.

La Commission s'est efforcée d'analyser les grands facteurs de cette évolution. L'influence de l'étranger, et surtout du marché de New York, a été déterminante pendant les six mois où la crise du marché américain, la plus forte depuis 1929, a atteint son paroxysme. Le maintien de taux d'intérêt élevé pour les émissions obligataires a accentué la concurrence des valeurs à revenu fixe contre les actions. L'importance des émissions a également drainé une épargne dont une partie au moins se serait peut-être investie en achat d'actions existantes. Quant aux reproches adressés aux investisseurs institutionnels, et notamment aux sociétés d'investissement à capital variable, ils paraissent, au niveau où se situent encore ces dernières sociétés qui ne détiennent que 2,35 % de la capitalisation boursière française, nettement excessifs.

L'évolution des structures continue à comporter plusieurs éléments très favorables, même si aucune faveur administrative ou fiscale nouvelle n'est venue encourager les valeurs mobilières alors que d'autres placements financiers (plans d'épargne-logement, épargne liquide) se voyaient dotés d'avantages supplémentaires. Des titres ou moyens de placement nouveaux ont été commercialisés : les émissions d'obligations convertibles à tout moment, rendues possibles par le décret du 24 décembre 1969, ont permis de collecter plus d'un milliard de francs et les contrats d'assurance-vie indexés sur des valeurs mobilières ont connu un succès appréciable. Des méthodes de placement plus dynamiques, avec démarchage individuel, ont été développées par des banques qui n'avaient pas antérieurement recours à ce procédé. Dans l'avenir, pour perfectionner les mécanismes ou affiner les méthodes, il faudra améliorer les connaissances sur les possibilités et les mobiles des épargnants et développer des études dans diverses directions, notamment sur l'étranger où les possibilités d'expansion paraissent grandes.

Il y a deux ans déjà que la Commission a mis en relief le fait, à l'époque peu connu, que les sociétés françaises divulguent une masse de renseignements plus importante que les sociétés étrangères, celles des Etats-Unis exceptées, même si la qualité de nombreuses indications laisse à désirer. Elle n'a pas manqué d'être frappée par le classement opéré en 1970 par la Fédération européenne des analystes financiers entre les sociétés des principaux pays européens, à partir d'un échantillon de grandes sociétés. La France y vient derrière la Grande-Bretagne et l'Allemagne, à égalité avec la Suisse.

Même si l'étude suscite des réserves du fait de la méthode employée, elle illustre ce que la Commission n'a cessé de rappeler : la bonne information ne résultera jamais de la seule observation de prescriptions réglementaires, elle nécessite la définition par l'entreprise d'une politique coordonnée et systématique. L'existence dans chaque société de quelque importance d'un responsable de l'information, situé à un niveau hiérarchique élevé, apparaît comme une nécessité. Les besoins du public nombreux des petits porteurs, mal satisfaits par le développement constant de l'information technique suscitée par les professionnels, devraient être mieux connus et davantage pris en considération.

L'information continue, celle qui donne périodiquement un aperçu complet ou particulier sur l'activité ou les résultats de l'entreprise, a fait l'objet d'interventions multiples de la Commission dans les directions qu'elle avait tracées dans ses précédents rapports.

En étudiant en détail les rapports annuels de la moitié des sociétés cotées, la Commission a constaté que le nombre des documents de bonne qualité, s'il est en légère progression, demeure minoritaire. Pour améliorer l'information des assemblées, la Commission recommande la diffusion, avant l'assemblée générale, de la plaquette rassemblant dans un seul document les rapports du conseil et des commissaires aux comptes, avec leurs annexes, qu'elles soient exigées par la réglementation ou proviennent de l'initiative des sociétés.

Les publications périodiques réglementaires ont fait l'objet de contrôles systématiques de régularité. A part la période d'été, où de nombreux retards ont eu pour cause l'engorgement du *Bulletin des annonces légales obligatoires*, les pourcentages d'inexécution se sont montrés stables ; pour stimuler les sociétés, la Commission a à la fois saisi l'autorité judiciaire du cas de deux sociétés régulièrement défaillantes et publié dans son bulletin mensuel le nom de plusieurs sociétés dont les infractions étaient trop fréquentes. Pour rendre les publications périodiques plus significatives, la Commission a tenté de faire donner par les autorités comptables une définition précise de la situation provisoire du bilan, qui tous les six mois, doit être publiée au *Bulletin des annonces légales obligatoires*. Le résultat s'est montré décevant : les experts ont estimé que l'obligation légale comportait la présentation d'un résultat net, comme toutes les grandes sociétés anglo-saxonnes en donnent un chaque trimestre, mais, devant les difficultés que cela comporte pour les sociétés, il est

apparu impossible de faire respecter la loi. On touche là à ces problèmes comptables qui seront évoqués plus loin.

L'information à l'occasion d'opérations financières entraîne pour la Commission des responsabilités particulières, puisqu'elle est tenue de la viser formellement. Les notes d'information ont donné lieu à 260 visas, contre 230 les années précédentes, et à 407 dispenses, contre 337 en 1969. Le quart des dispenses est motivé par l'intérêt d'informer les actionnaires, non pas au moment de l'admission à la cote d'actions d'apport comme le prévoit l'ordonnance du 28 septembre 1967, mais avant les assemblées générales extraordinaires qui ont à se prononcer sur les opérations de fusion ou d'apport partiel qui entraînent la création de ces actions. Les contrôles *a priori* de la Commission permettent d'étendre l'information, notamment sur les commentaires des comptes, la répartition du capital, le plan de financement des investissements. Quant à la qualité des chiffres comptables publiés, la Commission se repose sur la certification des commissaires aux comptes qui apposent leur visa sur la note.

L'information occasionnelle, c'est-à-dire celle qu'il convient de donner à l'occasion de tout événement qui, survenant dans la vie d'une société, est d'une nature et d'une importance telles qu'il peut modifier l'appréciation des investisseurs sur la valeur du titre, a été l'un des terrains d'action principaux de la Commission en 1970, comme elle l'avait annoncé, avec ses motifs, dans son précédent rapport. En liaison avec les organisations représentatives des entreprises, la Commission a élaboré en la matière une doctrine. Renonçant à réglementer cette information, comme les Anglo-Saxons n'ont pas craint de le faire, la Commission a posé le principe de la liberté, et de la responsabilité des sociétés en la matière, en l'éclairant par quelques guides pour l'action. Bien accueillie dans l'ensemble, cette doctrine a par elle-même favorisé l'évolution des habitudes. Les services de la Commission ont, en outre, effectué plusieurs centaines d'interventions ponctuelles, obtenant généralement que les sociétés donnent au public les compléments d'information que les circonstances exigeaient.

Chargée de faire respecter, dans leur lettre et leur esprit, les textes sur l'information, la Commission était particulièrement bien placée pour les apprécier. Appliquant l'incitation que lui fait l'article 4 de l'ordonnance du 28 septembre 1967, elle a adressé aux deux Ministères de la Justice et de l'Economie et des Finances, des propositions de modification de ces textes, tendant à étendre l'information et à l'accélérer, tout en apportant un certain nombre d'allègements aux prescriptions en vigueur. L'imbrication des dispositions juridiques a conduit la Commission à proposer la modification de 11 articles de loi et 40 articles de décret ; l'examen du projet en est alourdi, mais la cohérence de la réforme est à ce prix.

La qualité des comptes des sociétés est fondamentale pour une information utile. Elle dépend de la valeur de la réglementation comptable et de l'exacte application de celle-ci. La Commission s'est donc occupée de ces deux questions.

En matière de réglementation comptable, elle a suivi jusqu'à présent deux démarches successives. Après avoir analysé, dans son premier rapport annuel, les causes générales des distorsions entre la réalité et ses traductions comptables, elle a, l'année suivante, essayé de lutter contre une pratique particulière qui fausse les résultats : les prélèvements sur primes d'apport destinés à modifier l'incidence de certaines pertes ou charges sur les résultats annuels. Saisi par elle de la question, le Conseil national de la comptabilité a affirmé que la plupart des pratiques suivies en la matière, et notamment par les plus grandes sociétés, non seulement étaient contraires aux principes comptables élémentaires mais même violaient la loi. Mais alors que l'illégalité incitait à réagir, son ampleur même rendait les interventions difficiles. La Commission a finalement constaté qu'on ne pouvait parvenir à imposer aux sociétés de saines pratiques que si, préalablement, les méthodes actuelles d'évaluation des titres de participation étaient révisées. Elle a donc demandé au Conseil national de la comptabilité de s'y employer. Il apparaît clairement que toute tentative pour mettre fin, dans le domaine comptable, à une règle imparfaite soulèvera de nouveaux problèmes, si bien que seule une révision d'ensemble du plan comptable général, plus axée vers la définition des opérations que vers la classification des comptes, peut apporter une véritable solution. Aussi la Commission a-t-elle poussé à cette remise en chantier, qui est actuellement amorcée.

L'application de la réglementation comptable par les sociétés se fait sous la surveillance des commissaires aux comptes. La Commission a commencé sans retard à utiliser les pouvoirs assez limités que lui conférait sur les commissaires des sociétés cotées le règlement d'administration publique du 12 août 1969. D'une part, les propositions de désignation de commissaires doivent lui être déclarées par ceux-ci. La Commission a estimé qu'elle avait le devoir de donner un avis à ce sujet. Sur 268 cas qui lui ont été notifiés, ses interventions ont conduit à écarter 6 candidats. D'autre part, la Commission a des pouvoirs d'investigation sur l'activité des commissaires. Elle s'en est servi à diverses reprises et, à la suite de ces contrôles, a traduit deux commissaires aux comptes devant l'instance disciplinaire de la profession pour certification d'un bilan irrégulier. Mais c'est dans l'instauration d'un climat de confiance et dans une collaboration réciproque que la Commission voit le meilleur moyen pour elle de favoriser l'évolution si nécessaire de la profession de commissaire aux comptes dans le sens d'une mission censoriale compétente et sans faiblesse. Cette action est d'autant plus indispensable que, dans le même temps où la loi renforçait l'importance de la mission et de la responsabilité des commissaires, les commissions chargées de dresser les listes des personnes jugées aptes à exercer ces fonctions abaissaient le niveau moyen des inscrits en multipliant leur nombre.

Le fonctionnement des bourses de valeurs est le second domaine d'activité de la Commission. Celle-ci a, à cet égard, une tâche réglementaire, des pouvoirs de décision sur les valeurs négociables et une mission de surveillance.

En matière de réglementation, la Commission a fait d'abord usage de son pouvoir de proposition en adressant au Gouvernement un plan de codification des 46 lois, 57 décrets et 19 arrêtés qui constituent l'ensemble juridique régissant les bourses et les valeurs mobilières. La Commission a ensuite donné au Ministre de l'Économie et des Finances un avis qui lui était demandé sur un projet de statut des remisiers ; elle a conclu à la nécessité de refondre entièrement le projet élaboré par la profession, et a rédigé, en accord avec la Compagnie des agents de change, un texte nouveau. La Commission a enfin fait usage de son pouvoir réglementaire propre en adoptant la décision générale du 13 janvier 1970 sur les offres publiques d'achat ou d'échange dont il a été rendu compte dans le précédent rapport annuel. Les 14 offres publiques qui ont été déposées sous l'emprise de la nouvelle réglementation en ont respecté sans difficulté les prescriptions ; aucune offre, il est vrai, n'avait été contestée.

Les décisions sur les valeurs négociables ont porté sur des introductions de valeurs nouvelles, sur des admissions de titres supplémentaires d'émetteurs déjà cotés et sur des radiations. En 1970, 17 valeurs françaises nouvelles ont été introduites en bourse, représentant une capitalisation globale de trois milliards, dont un pour des sociétés de crédit-bail. Toutes ces introductions se sont bien déroulées ; néanmoins, une opération a fait l'objet de commentaires défavorables dans la presse et le cours de la valeur est redescendu au-dessous du cours d'introduction. Les admissions de titres d'émetteurs déjà cotés ont porté sur près de 400 opérations, contre 327 en 1969 et 282 en 1968 ; la capitalisation a été augmentée de ce fait de 14,5 milliards de francs. En matière de radiations, la Commission n'a pu prononcer que 35 décisions, la Chambre syndicale des agents de change ayant demandé que la politique de radiation systématique de titres non dignes de figurer à la cote officielle ne soit poursuivie qu'en 1971, afin de ménager les bourses de province. A l'égard de ces dernières, la Commission a réitéré à la Chambre syndicale son désir d'appuyer les mesures que celle-ci entendrait prendre pour résoudre dans le cadre corporatif les problèmes posés par le déclin de l'activité de certains parquets.

La surveillance du marché fait l'objet, de la part de la Commission, de deux catégories de travaux. Chaque fois qu'un mouvement de cours considérable est constaté, la Commission étudie le cas ; elle en a examiné ainsi 325. Dans les deux tiers d'entre eux, le mouvement a pu être expliqué par des raisons qu'un investisseur pouvait connaître ou comprendre. Le dernier tiers a donné lieu à une intervention auprès de la société intéressée. Le plus souvent, une information publique a été obtenue, qui a permis au marché d'avoir un renseignement sur le mouvement constaté. Dans quelques autres, un examen approfondi a paru nécessaire. La deuxième catégorie d'interventions de la

Commission est constituée par ses enquêtes : 16 investigations ont été conduites. La Commission a décelé dans la plupart des cas des opérations qui lui ont paru critiquables, mais l'état de la législation antérieure à la loi du 23 décembre 1970 ne lui permettait, ni de conduire l'enquête jusqu'à son terme en interrogeant les intéressés, ni *a fortiori* de provoquer la sanction des agissements constatés.

\*  
\*\*

La diffusion des valeurs mobilières intéresse au plus haut point la Commission des opérations de bourse puisqu'elle est le moyen essentiel de développer le marché. La Commission exerce certaines attributions dans ce domaine.

A l'égard des sociétés d'investissement à capital variable, la Commission doit donner un avis au Ministre de l'Economie et des Finances chaque fois qu'une autorisation administrative est nécessaire. La Commission s'est toujours montrée libérale à l'égard de ces sociétés. L'année 1970 a d'ailleurs marqué une étape importante dans leur développement, puisque leur nombre est passé de 30 à la fin de 1969 à 53 un an plus tard, plus 7 sociétés en cours de lancement. Toutes les sociétés nouvelles, sauf une, étaient spécialisées dans les placements en valeurs diversifiées. En revanche, la collecte des capitaux n'a pas dépassé le chiffre de l'année antérieure : 3 milliards. Les actifs nets atteignaient 13 milliards au 31 décembre 1970, se répartissant ainsi :

- Liquidités ..... : 8 %
- Valeurs étrangères ..... : 18 % (dont 2 % d'obligations)
- Obligations françaises ..... : 51 %
- Actions françaises ..... : 23 %

Devant la multiplication du nombre des sociétés d'investissement à capital variable, la Commission a tenté d'améliorer l'information des actionnaires et des souscripteurs éventuels à leur sujet. Elle n'a pu jusqu'à présent convaincre les sociétés de faire publier des documents comparatifs objectifs sur leurs performances respectives, et a dû y procéder elle-même, avec une diffusion inévitablement réduite. En revanche, elle a imposé aux sociétés, par une instruction de novembre 1970, diverses règles pour l'établissement de la brochure trimestrielle qu'elles doivent publier et qui constitue sur chacune le document disponible le plus simple et le plus actuel.

Le placement d'actions de sociétés d'investissement à capital variable en dehors des guichets de banque par des réseaux de démarcheurs à domicile s'est largement développé en 1970. A la fin de cette année, 12 réseaux, employant 1.800 personnes, avaient fait souscrire des engagements d'épargne totalisant 1,4 milliard, dont les deux tiers à verser au long des années prochaines. Favorable au développement de cette activité, dès lors que les titres offerts sont

sérieux, et faisant confiance à la concurrence pour empêcher les abus, la Commission n'a pas proposé que les frais prélevés par ces organisations soient plafonnés, bien que les plus onéreuses prévoient d'affecter jusqu'à 13 % des sommes versées à la couverture des frais, le restant seul étant investi. La Commission a fait porter ses efforts, avec l'appui du Ministre de l'Economie et des Finances, sur la clarté de l'information, le montant des frais prélevés devant être nettement indiqué, et son sérieux, aucune assurance ne devant être avancée sur les plus-values escomptées. Elle a également fait introduire des dispositions protectrices des intérêts des souscripteurs : délai de reprise de signature d'au moins quinze jours, permettant de se défendre contre l'excès de zèle d'un vendeur trop insistant, et limitation des frais de la première année à 33 % des sommes versées, ces frais étant perdus si le souscripteur cesse rapidement son effort d'épargne.

L'intéressement des travailleurs aux fruits de l'expansion des entreprises a connu, en 1970, sa première vraie année d'application. L'investissement en valeurs mobilières est prévu par 43 % des accords. A la fin de l'année, 1.500 fonds communs investis en valeurs mobilières existaient, dont les actifs atteignaient un milliard de francs. Le nombre de comptes personnels ouverts dans ces fonds s'élevait à 1,4 million ; l'augmentation de la population des personnes intéressées, par ce moyen, aux valeurs mobilières est certainement considérable. La Commission s'est intéressée aux 31 sociétés de gestion de fonds communs actuellement en activité. D'une part, elle a examiné les règlements des fonds pour s'assurer de leur conformité avec la réglementation en vigueur. D'autre part, elle a pris une instruction pour développer l'information que les sociétés donnent aux salariés sur les résultats de leur gestion. Cet effort d'information est capital pour que cette formule d'investissement produise tous les effets favorables que l'on est en droit d'en attendre pour le développement du marché financier et une meilleure compréhension des mécanismes de l'économie.



Comme en 1969, la Commission a porté une grande attention aux rapports directs qu'elle peut avoir avec le public, qu'il s'agisse des plaintes, réclamations ou suggestions qu'elle reçoit de lui, ou des documents qu'elle met à sa disposition.

La Commission a reçu, en 1970, 335 lettres la saisissant de divers problèmes, contre 211 en 1969 et 120 en 1968. La plupart des correspondances, dont un bon nombre portent sur les mêmes cas, concernent des sociétés. Les réclamations visant la bourse ou des banques s'expliquent souvent par la méconnaissance ou l'incompréhension de règles qu'il suffit de faire connaître, dans leur lettre et leur finalité, pour apaiser les plaignants ; dans les autres cas, les interventions de la Commission aboutissent en général à redresser les torts qui ont été causés.

Les plaintes visant les sociétés soulèvent, par leur répétition et l'impossibilité fréquente d'y donner une suite utile, quelques problèmes de principe que la Commission compte traiter plus complètement en 1971.

Le fonctionnement actuel des assemblées générales ne donne pas satisfaction aux actionnaires. Le mécanisme des pouvoirs en blanc, dont les limitations récemment instituées par la loi sur les sociétés commerciales sont aisément tournées, conduit à une démission générale, même dans les cas où un conflit devrait permettre aux actionnaires de prendre utilement parti. Des exemples étrangers, américain ou allemand, montrent qu'il est possible de permettre aux actionnaires de s'exprimer efficacement, sans désorganiser la vie sociale des entreprises.

En cas de fusion ou d'apport, les parités proposées par les conseils d'administration sont souvent contestées par des actionnaires. La Commission ne peut guère intervenir dans le déroulement d'une procédure que la loi a entourée de garanties particulières. Elle fait porter son action sur le seul domaine où elle est armée pour agir : l'information des actionnaires avant l'assemblée qui prend la décision. En outre, elle a demandé au Président du Tribunal de commerce de Paris que les commissaires aux apports qu'il doit désigner ne soient pas toujours ceux que les sociétés proposent à son choix, mais que puissent intervenir également des experts judiciaires indépendants et spécialisés.

L'acquisition des paquets d'actions donnant le contrôle d'une société moyennant un prix très supérieur au cours de bourse des actions a suscité des remous qui, dans le cas des affaires Antar et Bon Marché, ont été importants. La Commission est intervenue dans les deux cas pour améliorer l'information des actionnaires. Sur le fond, elle n'a pas jugé répréhensible la première opération ; dans la seconde, elle a critiqué les modalités retenues, mais a échoué dans ses tentatives pour défendre les intérêts des petits actionnaires. Dans de nombreux cas n'ayant pas attiré l'attention, on a, en revanche, vu, en 1970, les conditions de vente des blocs de contrôle effectivement étendues aux actionnaires minoritaires. La Commission entend poursuivre ses efforts dans cette direction.

Les contacts directs que la Commission a avec les professionnels et le public proviennent aussi, pour une large part, de sa propre initiative. Son rapport annuel a été diffusé largement, en 12.000 exemplaires. Son *bulletin mensuel* tire à 3.000. Le centre de documentation ouvert à tous et dans lequel sont mis à la disposition des visiteurs les documents publics que la Commission détient pour son propre usage sur les sociétés, a reçu plusieurs centaines de visiteurs, composés principalement de cadres salariés et d'étudiants. Enfin, la Commission a publié plusieurs études qui, annoncées dans le *bulletin mensuel*, sont adressées à toute personne qui en fait la demande.

La Commission s'est attachée à maintenir une politique qu'elle a adoptée comme ligne générale dès le début, qui est de s'efforcer de convaincre et d'entraîner plus que de régir ou de sanctionner. D'autre part, elle est consciente de la nécessité d'avoir des vues à long terme pour favoriser l'évolution du marché en fonction de son ouverture tant sur l'étranger que sur les couches nouvelles d'épargnants.

CHAPITRE I

**Le marché financier en 1970**



Dans son premier rapport annuel, la Commission avait exposé en termes confiants, et même optimistes, les « chances du développement du marché des valeurs mobilières en France ». L'expérience des années précédentes parlait pourtant en sens inverse. La Commission avait néanmoins estimé que plusieurs facteurs conjoncturels et structurels favorables étaient à l'œuvre.

Après une année 1969 marquée par une augmentation remarquable des transactions boursières et du cours des actions, l'année 1970 a présenté à son tour nombre d'aspects bénéfiques.

C'est le marché financier primaire, c'est-à-dire celui des émissions, qui en 1970 a vu son rôle se développer vigoureusement. Alors que l'investissement a atteint un niveau très élevé, les émissions de valeurs mobilières ont financé environ 10 % de la formation brute de capital fixe contre 6 % deux ans plus tôt. Cette performance surprend par rapport au passé récent, mais elle reste néanmoins modeste au regard des réalisations des autres pays de l'O.C.D.E. ; une marge substantielle de progrès subsiste donc.

Le marché secondaire des valeurs mobilières, la bourse, offre surtout, de son côté, des indices en diminution : — 18,7 % pour les transactions, — 7,1 % pour le cours des actions. Bien qu'elle ait pu décevoir ceux qui escomptent un développement ininterrompu, la bourse de Paris s'est néanmoins fort bien comportée si on la compare aux autres grandes bourses mondiales. New York a certes terminé l'année au-dessus de l'indice d'entrée, mais après une année 1969 mauvaise et une secousse dont le souvenir subsistera longtemps. Quant aux autres places, elles restent loin derrière Paris.

Les raisons structurelles qui incitaient à l'optimisme en 1968 font encore sentir leurs effets. Par ailleurs, d'autres modifications favorables sont intervenues depuis, qui renforcent les conditions bénéfiques. Bien entendu, nombre de difficultés subsistent et c'est par des actions sans cesse renouvelées que les dangers auxquels doit faire face une économie prospère, dynamique, mais constamment menacée, peuvent être écartés.

#### A. — *LE FINANCEMENT DES INVESTISSEMENTS PAR LE MARCHÉ FINANCIER*

L'année 1970 se caractérise par une très forte progression des émissions de valeurs mobilières par rapport à 1969 qui, sauf en ce qui concerne les obligations, avait déjà été une année favorable au placement de valeurs nouvelles.

#### **Les ressources.**

Le développement spectaculaire de l'épargne des Français a constitué un des phénomènes majeurs de l'année 1970. Ce fait, conforme aux objectifs du

Gouvernement, a beaucoup contribué au rétablissement des équilibres économiques compromis après la crise inflationniste des années précédentes. D'après les prévisions des comptes de la Nation, le taux d'épargne privée aurait atteint en 1970 16,4 % des revenus disponibles des ménages au lieu de 14,8 % en 1969. La plupart des placements financiers ont bénéficié de cette progression, mais les placements en actions et obligations ont augmenté plus rapidement encore que les autres. Sur la base des résultats provisoires de décembre dernier, la masse monétaire a augmenté de 15 % par rapport à décembre 1969, l'épargne liquide de 17,2 % alors que les émissions de valeurs mobilières (actions de SICAV exclues) progressaient de 30 % dans l'année.

Les statistiques disponibles pour l'année 1970 permettent en effet de chiffrer à près de 6 milliards de francs la progression d'une année sur l'autre des émissions de valeurs mobilières (parts de S.A.R.L. incluses). Le total des émissions a dépassé en effet 26,1 milliards de francs contre 20,2 milliards en 1969.

Un tel pourcentage de croissance est d'autant plus remarquable qu'il fait suite à une augmentation de 36 % en 1969, révélant ainsi un recul de la préférence des Français pour les emplois à vue ou à court terme. Ce facteur est de bon augure pour l'avenir du marché financier au sens large.

Ce sont surtout les placements en obligations qui ont contribué à ce développement : les émissions brutes de valeurs à revenu fixe ont augmenté de 4,8 milliards passant de 12,7 à 17,5 milliards de francs. Cette amélioration de 38 % de la collecte compense la moindre performance constatée en 1969, année perturbée par une grave crise monétaire et une dévaluation du franc. Le haut niveau de rémunération des émissions nouvelles a beaucoup fait pour faciliter les placements d'obligations classiques. L'émission d'obligations convertibles en actions a atteint près d'un milliard de francs ; en dépit de la prime que fait apparaître leur prix d'émission par rapport à la valeur actuelle des actions de référence, ces titres peuvent être considérés comme un placement avantageux en une période de taux de l'argent élevé, tout en présentant à terme la même protection contre l'érosion monétaire que les actions.

Les souscriptions des compagnies d'assurances à des emprunts réservés ont également contribué à l'augmentation à concurrence de près de 750 millions de francs. Ce chiffre ne représente bien entendu qu'une partie de l'accroissement des emplois en obligations des investisseurs institutionnels, puisque ceux-ci souscrivent également aux emprunts offerts au public, et achètent en bourse des titres anciens.

Notamment à la fin de l'an dernier, la croyance en une accentuation de la baisse des taux d'émission a incité les investisseurs institutionnels à accélérer fortement leurs souscriptions aux emprunts publics. Les émissions, et plus particulièrement celles d'obligations de première catégorie, ont souvent été « sursouscrites » et pratiquement placées avant l'ouverture officielle de la souscription, ce qui a d'ailleurs provoqué la déception de certains particuliers, qui, le matin même de cette ouverture, se heurtaient au refus de leur banque d'accepter leurs ordres.

Seules les émissions d'emprunts à lots n'ont pas augmenté d'une année à l'autre, suivant ainsi une évolution conforme aux vœux qu'avait exprimés en 1968 la Commission présidée par M. Leca.

La progression des émissions obligataires en 1970 permet à ces placements de retrouver, avec un taux de 2,42 % par rapport à la production intérieure brute, un niveau comparable à celui qui avait été atteint pendant la période 1963-1967. En 1968 et 1969, ce taux était tombé légèrement en dessous de 2 %.

Passant de 7 à 8 millions de francs les émissions d'actions contre numéraire augmentent de 14 % en 1970. Comme elles avaient plus que doublé l'année précédente, le rythme d'accroissement des émissions d'actions s'est très nettement infléchi. Les résultats du premier semestre 1970 avaient encore fait apparaître une progression de 32 % sur le premier semestre 1969, mais cette avance a été en partie annulée par la régression de 10 % par rapport à 1969 constatée lors du troisième trimestre, sans que la dernière partie de l'année ait modifié la situation.

Cette évolution contrastée traduit un certain changement d'attitude de la part des épargnants, moins incités à souscrire aux augmentations de capital en raison du comportement irrégulier de la bourse ; les émetteurs ont dès lors accordé une certaine préférence aux émissions obligataires. Au total, les émissions d'actions n'ont pas augmenté plus vite que la production intérieure brute, de sorte que leur pourcentage par rapport à la P.I.B. s'établit à 1,1 %, sans changement par rapport à 1969.

### **Les emplois.**

La forte augmentation des investissements et plus particulièrement celle des investissements productifs constitue un des aspects les plus positifs de l'évolution économique des deux dernières années. La progression en volume, qui avait atteint 11 % en 1969, a encore été de 7 à 8 % en 1970, pour une augmentation de 6 % environ de la production intérieure brute.

Ces investissements ont été financés par le recours au marché financier dans une proportion nettement plus forte qu'en 1969. Compte tenu des amortissements sur les emprunts en circulation, les émissions de valeurs mobilières ont représenté environ 10 % de la formation brute de capital fixe contre 8,4 % en 1969 et 6,5 % en 1968.

Ainsi se trouve effacée l'image d'un marché financier condamné au déclin que l'évolution des années 1966 à 1968 pouvait suggérer. Ceci est illustré par les tableaux publiés en annexe III et IV. Les actions en 1969, les obligations l'an dernier, ont tour à tour contribué à ce redressement qui témoigne des capacités de financement de notre marché. Dès lors, les ambitions du VI<sup>e</sup> Plan,

qui prévoit un fort accroissement des apports du marché financier, ne paraissent pas démesurées.

Les comparaisons internationales confirment cet espoir, en dépit de leurs difficultés méthodologiques et des profondes divergences dans les structures de financement qui existent d'un pays à l'autre. D'après les statistiques financières de l'O.C.D.E., la France s'est classée en 1969 au cinquième rang en ce qui concerne le montant *net* de capitaux émis sur le marché financier, mais le ratio « émissions nettes de valeurs mobilières » sur « formation brute de capital fixe », qui tient compte de la masse des investissements à financer, place la France au dernier rang des onze principaux pays considérés. Ce résultat est dû au niveau modéré des émissions obligataires en 1969, car, pour les actions, le ratio était plus favorable et plaçait la France au sixième rang après la Suisse, la Belgique, l'Italie, le Canada et le Royaume-Uni, mais avant d'autres pays aussi importants que les Etats-Unis et le Japon. En volume d'actions émises, la France figurait même en troisième place après les Etats-Unis et le Japon dont les dimensions sont évidemment très supérieures aux nôtres. Les émissions d'actions ayant augmenté en France, alors qu'elles paraissaient avoir diminué dans certains autres pays, et les obligations ayant fortement progressé, le classement de la France s'est certainement amélioré en 1970 mais demeure à un rang relativement modeste.

La répartition par catégorie économique d'émetteurs fait apparaître peu de changements d'une année à l'autre comme l'indique le tableau suivant :

**RÉPARTITION DES ÉMISSIONS DE VALEURS MOBILIÈRES  
SUIVANT LES BÉNÉFICIAIRES**

	1969			1970		
	Act.	Obl.	Total	Act.	Obl.	Total
Entreprises non financières :						
Publiques ..... (1)	—	3.090	3.090	—	3.615	3.615
(2)	—	24,4	15,7	—	20,7	14,1
Privées ..... (1)	4.604	2.365	6.969	5.130	4.013	9.143
(2)	65,6	18,7	35,4	63,5	23,0	35,8
Institutions financières :						
A caractère semi-public ..... (1)	12	6.366	6.379	95	8.300	8.395
(2)	0,2	50,2	32,4	1,2	47,5	32,8
A caractère privé (1)	2.404	12	2.416	2.842	316	3.157
(2)	34,2	0,1	12,3	35,1	1,8	12,3
Administrations .. (1)	—	806	806	—	1.007	1.007
(2)	—	6,4	4,1	—	5,8	3,9
Etranger ..... (1)	—	31	31	18	231	249
(2)	—	0,2	0,2	0,2	1,3	1,0
<b>TOTAL</b> .....	7.020	12.671	19.691	8.085	17.483	25.568
P.M. S.A.R.L. ....	—	—	517	—	—	599

(1) En millions de francs.

(2) En pourcentage.

**Source :** Crédit Lyonnais. Conformément aux indications données par cet établissement de crédit, les émissions de valeurs mobilières effectuées par des institutions financières mais destinées à financer une branche d'activité industrielle ou commerciale particulière (p. ex. les émissions de « groupements », les actions émises par des holdings) ont été classées avec les émissions des entreprises non financières. Par contre, les obligations des sociétés de développement régional et les émissions d'actions des sociétés de crédit-bail (sauf Finextel) ont été classées parmi les émissions des institutions financières. Sous cette dernière réserve, la définition des agents économiques est celle adoptée par la Comptabilité nationale.

Les entreprises du secteur industriel et commercial continuent à être les principaux clients du marché financier. C'est traditionnellement sous la forme d'émissions d'actions que les sociétés du secteur privé se procurent la majeure partie des fonds collectés : les résultats pour 1970 le confirment puisque 5 milliards de francs de titres ont été émis sous cette forme. Toutefois, le fait majeur est le montant atteint par les émissions d'obligations privées qui dépassent 4 milliards, au lieu de 2,4 milliards en 1969 ; ce développement prolonge les progrès déjà réalisés en 1969 et tranche avec la stagnation à un très faible niveau de ces émissions lors des années immédiatement antérieures.

Le maintien de l'encadrement du crédit pendant la plus grande partie de l'année a favorisé une offre abondante de titres à revenu fixe, en dépit du taux d'intérêt élevé que les entreprises devaient s'engager à servir pendant la durée de l'emprunt. Les emprunts classiques sont en effet presque tous inconvertibles, mais la plus grande partie de l'augmentation de 1,6 milliard réalisée par rapport à 1969 est constituée par des obligations convertibles en actions dont le taux d'intérêt est plus faible et que les émetteurs peuvent espérer ne pas avoir à rembourser en numéraire.

Quant aux émissions des entreprises publiques (sociétés nationalisées, Caisse des autoroutes et P.T.T.), elles ont continué à progresser et atteignent 3,6 milliards contre 3,1 en 1969. Toutefois, leur part sur le marché obligataire a décliné de quelques points et ne représente plus que 21 % du total (24 % en 1969).

Les institutions financières de leur côté, ont mis sur le marché pour 2,9 milliards d'actions et 8,6 milliards d'obligations nouvelles. Le secteur privé a en effet continué à développer les opérations de crédit-bail immobilier qui, notamment, mettent en œuvre des capitaux propres considérables. Parmi les principales augmentations de capital réalisées en 1969, plusieurs l'ont été par des organismes financiers : Finextel (390 millions de francs), Compagnie financière de Paris et des Pays-Bas (325 millions de francs), Société de banque et de crédit (95 millions de francs), Crédit foncier de France (90 millions de francs).

En ce qui concerne les obligations, le rôle joué par les grandes institutions de crédit à caractère semi-public est considérable. Compte tenu des emprunts réservés aux compagnies d'assurances, leurs émissions ont atteint 8,3 milliards de francs en 1970 (contre 6,4 en 1969) soit 47 % du total général des émissions d'obligations : ces sommes permettent le financement des prêts à long terme faits au secteur productif, au logement et à l'exportation.

Deux autres secteurs ont recours au marché des capitaux pour satisfaire leurs besoins de financement : il s'agit des collectivités locales et de l'étranger. Les obligations destinées à financer des investissements administratifs ont été plus nombreuses qu'en 1969. En effet, la C.A.E.C.L. a repris en 1970 ses émissions d'obligations régionales dans le public et a réussi à placer ainsi 225 millions de francs. Quant à la Ville de Paris, elle a, comme l'année précédente, émis un emprunt de 320 millions de francs.

En raison de la plus grande aisance du marché des capitaux, le Ministre de l'Economie et des Finances a autorisé la reprise d'émissions d'obligations étrangères qui avaient été interrompues en 1969. La Banque européenne d'investissements a ainsi placé auprès des compagnies d'assurances une tranche de 111 millions de francs d'obligations, tandis qu'une banque et un institut financier d'Afrique Noire émettaient des emprunts pour 50 millions de francs. On peut ajouter à ce chiffre les emprunts d'Ufinex (73 millions de francs), société qui accorde des crédits à long terme aux acheteurs étrangers de biens d'équipement d'origine française. Dans le même esprit, diverses augmentations de capital ou émissions d'obligations convertibles de sociétés étrangères ainsi que deux introductions de valeurs nouvelles à la cote ont été autorisées en 1970 ; mais le montant total des titres ainsi placés en France n'est pas connu.

Le classement des divers émetteurs suivant l'importance de leur recours au marché fait apparaître une forte concentration, beaucoup plus nette encore sur le marché obligataire que sur celui des actions, par suite du montant minimum élevé des emprunts qui peuvent être lancés sur le marché.

Les sept émetteurs qui, en 1970, ont procédé à des augmentations de capital de plus de 100 millions de francs (compte tenu des primes d'émission) se sont procuré 1.528 millions de francs, soit 20 % du total des émissions d'actions, mais près de 60 % de celles réalisées par les seules sociétés cotées à la bourse de Paris. Aux opérations concernant des organismes financiers qui ont été signalés plus haut, s'ajoutent les augmentations de capital de Citroën, de Michelin, des Pétroles BP, de Denain Nord-Est Longwy et de Wendel.

Sur le marché obligataire, en revanche, 34 emprunteurs ont émis 16.065 millions de francs de titres soit 91 % du total. Une telle concentration n'implique pas que l'accès du marché obligataire soit interdit aux firmes d'importance moyenne. En effet, les émissions du Crédit national et de la Caisse centrale de crédit hôtelier bénéficient aux entreprises qui peuvent emprunter à long terme auprès de ces organismes. En outre, par l'intermédiaire des groupements et des sociétés de développement régional, les sociétés peuvent accéder au marché obligataire. Dans le cas des groupements, il est vrai, une grande partie de la collecte est attribuée à des sociétés cotées importantes qui auraient pu procéder directement à un appel public à l'épargne. Elles trouvent néanmoins avantage à recourir à la formule de l'emprunt groupé qui leur permet de mieux proportionner leur endettement à leurs besoins immédiats. Dans le cas des emprunts des sociétés de développement régional, la proportion des sommes collectées allant à des sociétés cotées ne dépasse pas 25 %. En additionnant les emprunteurs ayant eu recours à l'une et à l'autre formule en 1970, on obtient le chiffre de 560 sociétés qui se sont partagé 2.358 millions de francs. Si le montant des émissions de sociétés de développement régional a stagné (413 millions de francs), celui des groupements est en effet passé de 1.589 à 1.907 millions de francs.

Aussi, tant en ce qui concerne le montant des émissions que le nombre des bénéficiaires, le marché financier a contribué de façon efficace en 1970 au financement des investissements de la Nation.

## B. — LA BOURSE

L'année 1970 a laissé aux investisseurs une impression maussade. Mais il existe une différence profonde entre l'évolution des indices concernant les actions, tous en baisse, et celle intéressant les obligations, qui est dans l'ensemble favorable. Les divergences sont les mêmes, que l'on considère le volume des transactions ou les cours.

Les fluctuations de l'année, dans un contexte international difficile et changeant, ont suscité bien des commentaires. Il est utile de rechercher les principaux facteurs de l'évolution constatée.

### **Les transactions.**

A Paris, après quatre années de hausse ininterrompue et deux années de progression particulièrement forte, les transactions globales ont accusé une baisse de 18,7 %, la plus élevée depuis dix ans à l'exception de celle de 1963 (— 21,9 %). En dépit de cette contraction le volume des échanges réalisés en 1970 s'est établi à un niveau sensiblement plus élevé que celui des années antérieures à 1969.

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970
Transactions totales (1) .	25.218	19.698	18.265	17.382	19.524	19.834	29.492	42.578	34.619
Variation annuelle (2) ..	+ 1,4	— 21,9	— 7,3	— 4,3	+ 12,3	+ 1,6	+ 48,7	+ 44,4	— 18,7
<i>Répartition :</i>									
Suivant la nature des marchés (2) :									
A terme (2) .....	37	33	35	33	36	37	44	49	40
Au comptant (2) ....	63	67	65	67	64	63	56	51	60
Suivant la nature des titres :									
Valeurs à revenu variable (2) .....	79	68	63	57	61	58	67	73	65
Valeurs à revenu fixe (2) .....	21	32	37	43	39	42	33	27	35
(1) En millions de francs. (2) En pourcentage.									

La baisse de l'ensemble des transactions a été provoquée par une chute des opérations à terme (— 33,1 %), alors que les opérations au comptant sont restées presque stationnaires (— 4,8 %). Ce sont donc les opérateurs importants, qu'ils agissent pour investir ou pour spéculer, qui, par leur réserve, ont provoqué le fléchissement de l'activité.

La diminution des opérations spéculatives apparaît dans la contraction de la position de place. Toutefois elle est curieusement plus apparente sur la position vendeur que sur la position acheteur. La première baisse en effet de 23 %, alors que la seconde fléchit de 4 % passant de 888 millions de francs en 1969 à 853 millions de francs en moyenne pour les douze liquidations de l'année. La moyenne des positions acheteurs représente plus de six jours de transactions (ou 15 jours si l'on calcule en fonction des seules transactions à terme), alors que l'année précédente les chiffres respectifs étaient de cinq et de onze jours. Toutefois, cette moyenne est influencée par le niveau très élevé des positions acheteurs qui avaient continué d'augmenter pendant les deux premiers mois de l'année. Le retournement de tendance est intervenu en mai, au plus fort de la crise boursière : d'avril à décembre, la position acheteur a diminué de 23 %.

Reflétant la baisse relative du volume des transactions à terme, les 50 actions françaises les plus actives, qui représentaient 57,5 % des transactions, n'en formaient plus que 51 % en 1970. La liste des 50 valeurs françaises à revenu variable les plus actives cotées à terme figure en annexe. Neuf sociétés n'y étaient pas inscrites en 1969 (1). Six ont fortement progressé : Gervais-Danone avance de 24 places, Télémécanique électrique de 16 places, Hachette de 15, Usinor de 14, le Crédit foncier de France de 13 et Denain Nord-Est Longwy de 10.

En province, le ralentissement des affaires a été encore plus marqué, l'ensemble des transactions réalisées sur les marchés officiels et hors cote tombant de 708 millions de francs en 1969 à 536 millions de francs en 1970, soit une diminution de 23 %. Celle-ci a affecté les bourses de Marseille (— 58 %), de Nancy (— 37 %) et de Lyon (— 35 %), les transactions réalisées sur les trois autres bourses de province accusant au contraire une hausse plus ou moins forte : + 12 % à Nantes, + 27 % à Bordeaux et + 28 % à Lille.

L'amenuisement des transactions boursières s'est étalé de façon continue sur l'ensemble de l'année, les échanges mensuels n'ayant jamais rejoint le volume maximum réalisé en janvier (4,6 milliards de francs). La baisse du volume des transactions a été interrompue deux fois : en avril, pour une reprise de 14 % sans lendemain, et en décembre, essentiellement à cause de quatre séances boursières supplémentaires, la faible hausse de la moyenne quotidienne de ce mois (+ 2 %) pouvant néanmoins paraître annoncer l'animation substantielle de janvier 1971.

Le volume des transactions sur valeurs étrangères (4,1 milliards de francs) a accusé une baisse encore plus forte (— 23 %) que celle des transactions sur valeurs françaises (— 18 %) ; tombant de 12,7 % en 1969 à 11,9 % en 1970, sa part dans l'ensemble des négociations réalisées à la bourse de Paris a ainsi rejoint le niveau des années 1963 à 1967, bien en deçà du pourcentage record de 16,4 % établi en 1968.

Contrastant avec le marché des actions, celui des valeurs à revenu fixe, en baisse de 1967 à 1969, a augmenté en volume de 5 % en 1970 et représente 35 % des transactions totales contre 27 % en 1969. L'importance accrue du marché obligataire est également mise en évidence par le fait qu'en 1970 les 100 valeurs les plus actives de la cote comprenaient 20 valeurs à revenu fixe composant 19 % des transactions totales, alors qu'en 1969, les 100 valeurs les plus actives ne comprenaient que 11 valeurs à revenu fixe composant 14 % des transactions totales. La rente trois et demi 1952-1958 demeure la valeur la plus activement traitée : ses échanges s'élèvent à près de 4,4 milliards de francs, représentant 38 % de l'ensemble du marché de valeurs à revenu fixe pour la deuxième année consécutive et 12,7 % de l'ensemble des transactions boursières de l'année (contre 10,3 % en 1969).

---

(1) Péchelbronn, Ricard, Compagnie Bancaire, Pernod, Marine Firminy, Institut Mérieux, Moët-et-Chandon, Compagnie générale des Eaux, COFIMEG.

**Les cours.**

Les indices généraux des cours ont suivi la même évolution que le volume des négociations. Ils ont en effet fléchi dans le cas des actions, tandis qu'ils augmentaient dans celui des valeurs à revenu fixe.

**VARIATION DES COURS DE 1962 A 1969 - INDICES BASE 100 AU 29 DÉCEMBRE 1961**

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970
<i>Valeurs françaises à revenu variable (1) :</i>								
Fin d'année .....	85,5	79,8	73,4	65,5	64,3	69	87,4	81,2
Plus haut .....	100,8	89,7	79,3	81	69,6	75,1	90	92,4
	Janv.	Janv.	Avril	Janv.	Sept.	Mai	Juin	Janv.
Plus bas .....	83,3	71,1	69,9	63,6	56,1	63,1	69,4	76,5
	Déc.	Juin	Juil.	Oct.	Août	Janv.	Janv.	Juil.
<i>Valeurs françaises à revenu fixe (2) :</i>								
Fin d'année .....	104,9	104,7	103,9	100,5	102,2	103,1	99,7	100,8
<i>Valeurs étrangères (3) :</i>								
Fin d'année .....	108,7	117	115,7	100,6	132,1	170,3	182,4	179,5

(1) Compagnie des agents de change (CAC).

(2 et 3) Institut national de la statistique et des études économiques (INSEE).

Du 1<sup>er</sup> au 29 janvier, les cours des valeurs françaises à revenu variable ont augmenté de 5,7 % ; les cinq mois suivants ont été caractérisés par un repli des cours, parallèle mais inférieur à la baisse des valeurs cotées sur les bourses américaines : le 8 juillet 1970, l'indice des valeurs françaises à revenu variable tombait en effet à son niveau le plus bas de l'année (76,5) inférieur de 17,2 % au maximum de 92,4 atteint le 29 janvier 1970. La reprise des cours n'a été que modérée en juillet et en août, l'indice plafonnant ensuite entre 83,5 et 79 pour terminer l'année à un niveau inférieur de 7,1 % à celui du 31 décembre 1969.

La baisse des cours a affecté la quasi-totalité de la cote. D'après les statistiques de la Compagnie des agents de change, sur 9 secteurs économiques (1), deux ont été en hausse, 7 en baisse.

Les deux secteurs qui ont bénéficié d'une hausse des cours représentent une part peu élevée de l'ensemble de la capitalisation boursière : il s'agit des sociétés de la zone franc, dont les cours ont progressé de 6,8 %, et des biens de consommation durables, dont l'indice augmente de 0,9 %, par suite de la hausse des valeurs liées à l'automobile (+ 1,9 % contre + 59,1 % en 1969) qui compense la baisse de 7,2 % des valeurs représentant l'équipement ménager et de radio-télévision.

Dans deux secteurs, la baisse a été inférieure à celle de l'indice général : il s'agit de sociétés financières, en raison de la hausse de 4,2 % des sociétés d'assurance, et des sociétés produisant des biens d'équipement, par suite de la progression de 15,1 % des cours des sociétés d'aviation, d'engins et de fusées.

Les cinq derniers secteurs ont baissé plus que la moyenne générale : c'est ainsi que les secteurs des biens de consommation alimentaire et des produits de base diminuent de 7,6 % et 8,4 % respectivement. Les trois secteurs des services, de la construction de logements et des biens de consommation non durables ont accusé des baisses de 9,9 %, 10,5 % et 19 % respectivement ; le revirement le plus marqué a caractérisé les sociétés productrices de produits pharmaceutiques et de parfumerie, qui après avoir accusé la plus forte hausse en 1969 (+ 66,2 %) diminuent de 15,3 % en 1970.

A un niveau plus fin d'analyse, portant non plus sur 9 secteurs économiques, mais sur les 35 secteurs d'activité, 9 progressent de 1,9 % à 17 %, 11 accusent des baisses inférieures ou égales à celle de l'indice général (— 7,1 %) et 15 baissent plus que l'indice général : les valeurs des sociétés d'imprimerie et d'édition et celles du secteur textile ont été les plus éprouvées (— 26,1 % et — 28,3 % respectivement).

Les cours des actions étrangères cotées à Paris ont diminué de 1,6 %. La devise-titre continue de les surcoter par rapport à leur cours sur leur place d'origine : la prime du dollar-titre par rapport au cours officiel a varié entre un maximum de 12,6 % le 2 janvier et un minimum de 2,9 % le 21 octobre 1970, terminant l'année à 7,5 %. La diminution du cours du dollar-titre s'explique par le changement d'appréciation porté par les Français sur la valeur du franc, par l'évolution peu encourageante de la plupart des marchés financiers internationaux, ainsi que par des facteurs purement techniques (l'approvisionnement très irrégulier de ce marché suffirait à lui seul à justifier le caractère erratique des cours).

---

(1) Les indices de cours des valeurs à revenu variable calculés par la Compagnie sont regroupés suivant neuf grands secteurs économiques, trente-cinq secteurs d'activité et soixante-huit secteurs composants.

Les valeurs à revenu fixe ont connu un sort nettement meilleur, leur indice général progressant de 1,1 % alors qu'il avait baissé de 3,2 % en 1969.

Si l'on met à part les rentes perpétuelles dont les cours ont subi une baisse de 11,9 %, (le rendement de la rente 5 % est ainsi passé de 6,3 à 7,3 %), les autres valeurs à revenu fixe ont eu un marché bien orienté. Les obligations du secteur industriel public à revenu fixe ont notamment progressé de 1,3 % tandis que celles du secteur privé à revenu indexé augmentaient de 2,8 %. Quant aux emprunts ordinaires émis par les sociétés privées, ils accusent une hausse de 2,8 %.

Les cours de la rente 3 1/2 1952-1958 ont suivi l'évolution du prix de l'or et ont été également momentanément affectés par des craintes de remboursement anticipé. Après avoir fléchi jusqu'à 141 francs, le 15 janvier, son cours s'est redressé : le 31 décembre 1970, cette rente valait 163,80 francs, soit 4,4 % de moins qu'un an auparavant, alors que la pièce d'or de vingt francs avait diminué dans la même période de 12,8 %.

### **Les facteurs ayant influé sur l'évolution de la bourse en 1970.**

Parmi les raisons avancées pour expliquer le recul du volume des transactions et la baisse des cours des valeurs françaises à revenu variable, certaines font peu de doute : les fluctuations de la bourse de New York, le niveau des taux d'intérêt et l'abondance des émissions nouvelles.

D'autres facteurs sont, en revanche, plus controversés, tels l'étroitesse de la bourse de Paris ou le rôle joué par les SICAV.

- *Le marché de New York.*

L'année 1970 a été marquée à New York par la crise boursière la plus sévère enregistrée sur ce marché depuis 1929, tant par sa durée (la baisse des cours s'est étendue de la fin de 1968 à mai 1970), que par son amplitude, les cours des valeurs industrielles composant la moyenne Dow-Jones, de loin les plus résistantes à la baisse, ayant diminué, au plus bas, de 21 % par rapport au début de l'année et de 36 % par rapport au maximum de décembre 1968.

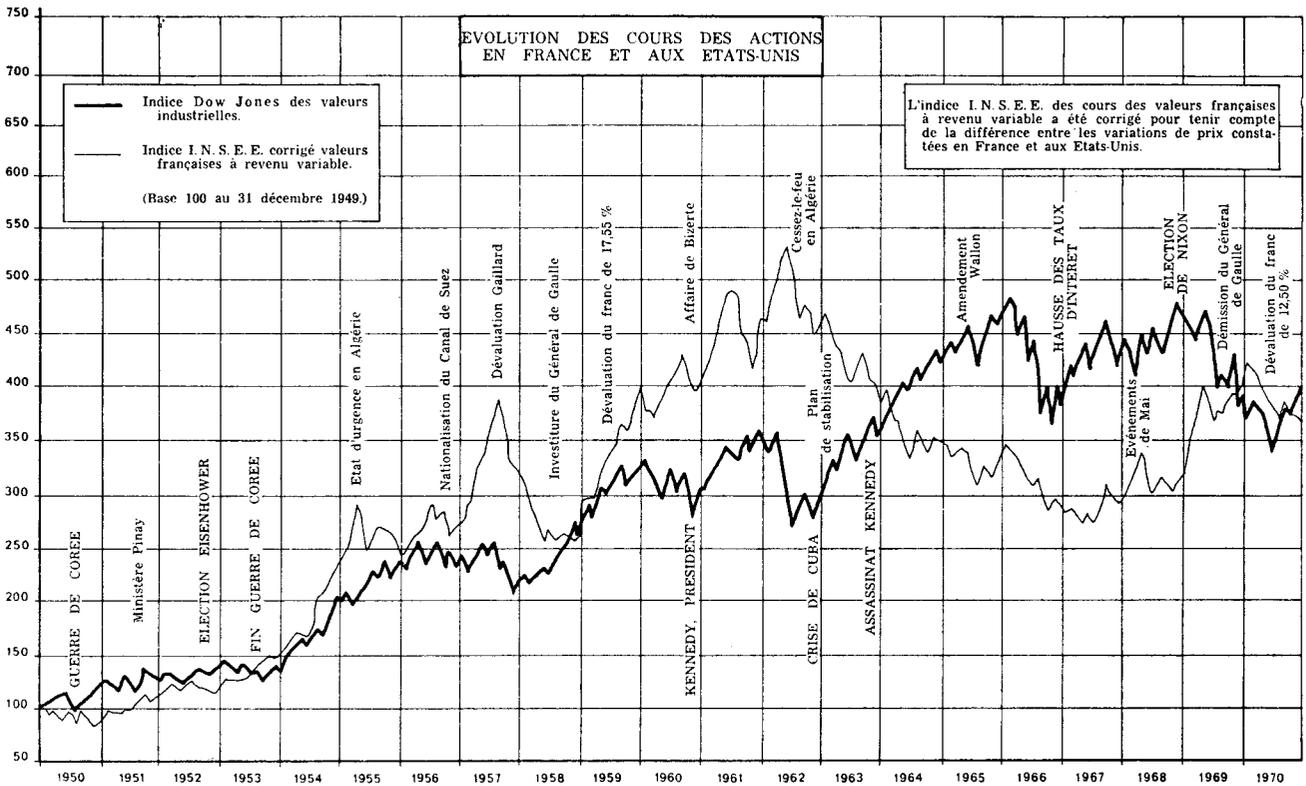
Cette crise s'est répercutée sur l'ensemble des grandes places internationales, mais alors qu'à New York la tendance se renversait complètement à partir de la mi-août, presque toutes les autres places financières terminaient l'année en forte baisse, ainsi que le montre le tableau suivant :

### ÉVOLUTION DES INDICES DES VALEURS A REVENU VARIABLE

	AU 31 DECEMBRE		VARIATION	
	1969	1970	1969/1970	Rappel 1968/1969
<i>New York Stock Exchange:</i>				
Standard and Poor's Industriel .....	101,49	100,90	— 0,6 %	— 10,2 %
Dow Jones Industriel ..	800,36	838,92	+ 4,8 %	— 15,2 %
<i>Amsterdam :</i>				
(C.B.S. Général) .....	118	101	— 7,0 %	+ 1,4 %
<i>Bruxelles :</i>				
(Comptant industriel) .	85,92	79,27	— 7,7 %	+ 5,0 %
<i>Paris :</i>				
(C.A.C. Ind.) .....	80,9	74,5	— 7,9 %	+ 28,4 %
<i>Londres :</i>				
(Financ. Times 500 ac- tions) .....	157,35	141,72	— 9,9 %	— 15,6 %
<i>Zürich :</i>				
(S.B.V.) .....	399,5	347,5	— 13,0 %	+ 3,6 %
<i>Tokyo :</i>				
(Tokyo Stock Exchange Index 1 <sup>re</sup> section) ....	171,30	148,35	— 17,3 %	+ 36,6 %
<i>Allemagne :</i>				
(Herstatt Industriel) ..	129,06	93,53	— 27,5 %	+ 10,0 %

Ayant remarqué, au printemps de 1970, que la bourse de Paris se mettait à suivre étroitement, avec un jour de décalage, la tendance de Wall Street, en dépit des conditions techniques très dissemblables des deux marchés, la Commission a fait une étude comparée sur l'évolution des bourses de Paris et de New York au cours des vingt dernières années.

Ce travail a mis en évidence, à côté de quelques similitudes, de nombreuses divergences dans les évolutions des deux marchés.



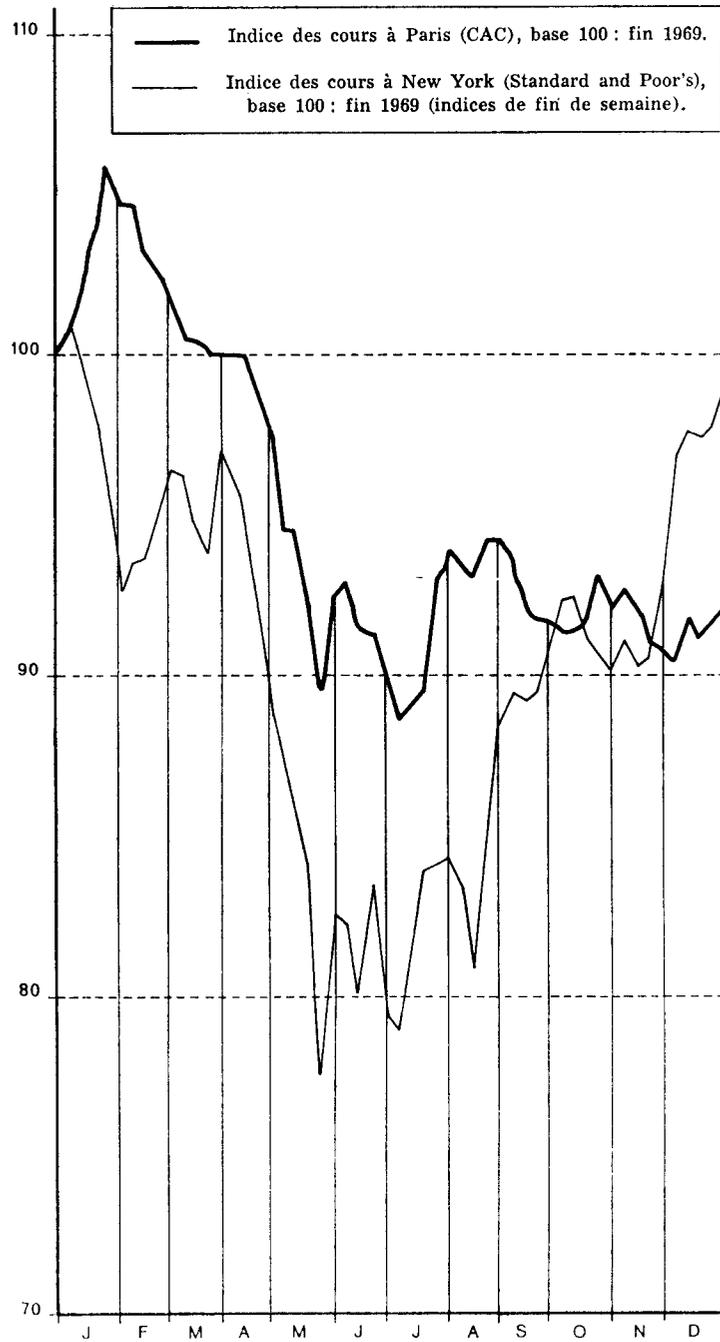
Certes, à ne considérer que le point d'arrivée au bout de vingt ans, les mouvements apparaissent très comparables sur les deux marchés lorsque l'on corrige l'évolution de l'indice parisien de manière à tenir compte de la différence des taux d'inflation dans l'un et l'autre pays. Les deux bourses ont finalement réservé aux épargnants un sort à peu près équivalent en ce qui concerne la progression de leur pouvoir d'achat, lequel a plus que doublé en termes réels dans les deux cas. Toutefois à Paris, la tendance à la hausse des cours qui va normalement de pair avec le développement économique a été interrompue pendant cinq ans, de 1962 à 1967, par une baisse de longue durée.

A moyen terme, à la place d'un mouvement cyclique d'environ trois ou quatre ans comme à New York, on n'aperçoit à Paris que des mouvements plus réguliers et de moindre amplitude.

Enfin, à court terme, on n'a constaté aucune relation constante entre les mouvements de cours ni sur la base du trimestre, ni sur celle de la semaine. En revanche, il apparaît clairement que le marché de New York exerce une influence marquante sur celui de Paris à certains moments et notamment lors des crises cycliques. Une corrélation nette a été constatée en 1957, 1962 et 1966.

La récente crise boursière américaine ne pouvait donc manquer d'être ressentie à Paris. Elle l'a été mais avec un large décalage dans le temps et de façon atténuée. Jusqu'à fin janvier, la bourse de Paris a été orientée à la hausse, alors que la bourse de New York a atteint son maximum cyclique en décembre 1968. C'est entre les mois d'avril et d'août que s'est établie une complète solidarité entre les deux marchés, c'est-à-dire pendant la période où la crise boursière a pris toute son ampleur à New York. Si les cours ont fléchi moitié moins à Paris qu'à New York, est intervenu un mouvement de reprise qui a avorté en août à Paris alors qu'il s'est poursuivi à New York permettant une progression des cours qui, par rapport au minimum de l'année, a été de 33 % outre-Atlantique et de 5,5 % seulement à Paris.

### ÉVOLUTION DES COURS DES ACTIONS INDUSTRIELLES A PARIS ET A NEW YORK EN 1970



Aucune explication parfaitement logique ne justifie qu'une solidarité aussi étroite se soit établie entre les deux marchés pendant toute une partie de l'année 1970. Certes, les deux économies étaient en proie à une inflation combattue par une politique monétaire restrictive avec des conséquences identiques sur le niveau des taux d'intérêt et la croissance de la production intérieure. En revanche, la situation de la France était plus favorable sur le plan de la balance des paiements, des profits des sociétés et même de la production industrielle qui plafonnait certes dans notre pays mais déclinait aux Etats-Unis. En outre, le marché parisien n'était pas exposé à une pression à la vente de la part d'organismes institutionnels de placement soucieux, à la suite de la crise de l'I.O.S., de restaurer leur liquidité.

Les raisons de cette liaison sont essentiellement psychologiques.

Le glissement rapide de la cote à Wall Street a réveillé des craintes à Paris, où, en mai, on entendait à nouveau évoquer le souvenir du krach de 1929 ainsi que les clichés habituels sur la propagation à travers le monde des crises américaines. En fait, cette psychose ne s'est pas vraiment développée dans le public et n'a guère dépassé le milieu des professionnels du marché. Au moment précis où renaissaient à New York les raisons d'optimisme, le marché a cessé à Paris d'être sensible à cette influence.

• *L'évolution des taux de rendement.*

Alors que l'année 1969 avait été marquée dans le monde par une hausse du loyer de l'argent qui avait porté celui-ci à des niveaux inaccoutumés, une détente notable est intervenue en 1970 en raison des changements qui ont été apportés à la politique monétaire des Etats-Unis. Ce phénomène a été également constaté en France, ainsi que le montre le tableau figurant en annexe V. L'Institut d'émission a en effet abaissé à deux reprises le taux de l'escompte de 8 à 7 %, et à nouveau à 6 1/2 % au début de 1971. Sur le marché monétaire, les taux ont diminué de façon échelonnée de plus de 25 % passant de 10,3 % en moyenne en décembre 1969 à 7 1/2 % environ en fin décembre 1970. Cette baisse ne s'est pas répercutée sur le taux de rendement des titres à long terme. Celui des obligations à l'émission qui avait été relevé d'un demi-point en février est resté fixé à 8,75 % pour les obligations du secteur privé et à 8,50 % pour les obligations du secteur public. Les émissions de l'année 1970 ont fait ressortir des taux de rendement actuariel pour les souscripteurs conservant leurs titres jusqu'à l'échéance compris entre 8,75 et 9 %.

Sur le marché secondaire, les taux de rendement des obligations qui avaient continué d'augmenter pendant les deux premiers mois de l'année se sont ensuite légèrement détendus : la baisse d'une année à l'autre a été limitée à 1,4 % environ, elle est donc bien inférieure à celle de l'argent à court terme entre banques.

En fin d'année le taux de rendement (avec crédit d'impôt) s'établissait comme suit :

### TAUX DE RENDEMENT DES OBLIGATIONS EN 1970

	Fin décembre		Variation
	1969	1970	
Obligations « B » du secteur public	8,63	8,63	-
Obligations à lots .....	9,24	9,08	— 1,7 %
Obligations classiques du secteur privé .....	8,91	8,81	— 1,1 %

Source : Caisse des dépôts et consignations.

Le maintien à un niveau qui peut paraître aussi élevé des taux d'intérêt consentis pour rémunérer l'argent prêté à long terme se justifie par les risques d'érosion monétaire auxquels ces placements sont exposés. Compte tenu de la hausse des prix intervenue l'an dernier, le rendement réel des obligations souscrites ou achetées en 1970 ne dépasse guère 1,50 % par an dans le cas de l'épargnant qui opte pour le régime du prélèvement libératoire de 25 %. Aussi longtemps que le taux d'inflation se maintiendra à un niveau élevé, il n'est pas souhaitable que le taux de rendement des obligations baisse de façon importante.

Les taux de report se sont établis à des niveaux très inférieurs (entre 6 5/8 en janvier et 2 7/8 en juin) ce qui s'explique par l'abondance des liquidités des investisseurs qui, du fait de l'indécision des tendances boursières, recherchaient des emplois à court terme.

Sur le marché des valeurs à revenu variable, le taux de rendement apparent a suivi un mouvement inverse puisque, compte tenu de l'avoir fiscal, il était fin décembre 1969 de 3,95 %, qu'il est passé à 4,53 % en juillet en raison de la distribution des dividendes afférents à l'excellent exercice 1969 et de la baisse des cours et qu'il s'est depuis lors maintenu à ce niveau qu'il n'avait pas connu depuis 1968.

La hausse de 14 % du taux de rendement des actions est due pour partie à la baisse des cours et pour partie à l'augmentation des dividendes. En fait,

il y a lieu de penser qu'en raison de diverses particularités techniques le calcul effectué par l'INSEE sous-estime l'effet de la progression des revenus distribués aux actionnaires en 1970. En effet, en ce qui concerne les sociétés cotées à Paris, la masse des dividendes distribués (avoir fiscal inclus) est passée de 4,2 à 5 milliards de francs, c'est-à-dire que les dividendes mis en paiement ont suivi très fidèlement l'amélioration des résultats d'exploitation de l'ensemble des sociétés privées tels que les estiment les comptes de la Nation.

Comme les résultats attendus pour l'année 1970 seront également en progression soutenue, bien que moins importante en pourcentage, les actionnaires peuvent espérer bénéficier cette année d'un nouveau relèvement de leurs dividendes. Le jugement porté par la bourse sur les valeurs françaises paraît donc exagérément sévère dans un certain nombre de cas : parmi les vingt valeurs les plus actives de la cote, huit procuraient au 31 décembre dernier un revenu déterminé d'après les dividendes et avoirs fiscaux distribués dans l'année supérieur à 5 % et atteignant jusqu'à 6,6 %.

En dépit de la progression des dividendes, le rendement des actions reste en définitive très inférieur à celui des obligations, voire nul ou négatif dans un grand nombre de cas compte tenu de la hausse du niveau général des prix. Le résultat serait encore plus décourageant si l'on prenait en considération les moins-values en capital provenant de la baisse des cours.

Le régime fiscal moins favorable des actions par rapport aux obligations a pu également influencer le comportement des épargnants et les dissuader de détenir des actions. Pour ces diverses raisons, les investisseurs paraissent avoir été sensibles aux rendements bruts très élevés qu'ils pouvaient obtenir sur le marché des titres à revenu fixe, alors qu'à la suite de la hausse des cours de 1969 les rendements offerts par les actions étaient restés peu attrayants.

Toutefois, la baisse du coût du crédit qui, normalement, devrait suivre celle des ressources de financement des banques constitue pour l'avenir un facteur d'amélioration des résultats bénéficiaires des entreprises dont la bourse devra tenir compte.

- *L'incidence des émissions.*

Le caractère massif des émissions de valeurs mobilières a été rendu responsable des difficultés boursières de 1970. On peut en effet penser que si, au lieu de se porter sur des titres nouveaux, les quelque 6 milliards de francs supplémentaires collectés en 1970 s'étaient investis en bourse, cet afflux d'argent frais, équivalant à 17 % des achats effectivement réalisés sur le marché, aurait ranimé celui-ci et provoqué une reprise des cours. En outre, les émissions nouvelles ont sans doute, pour partie, été couvertes par la vente de titres en portefeuille. Cette hypothèse contient une part de vérité. Il est à noter cependant que les émissions d'actions ont nettement fléchi pendant

le second semestre sans pour autant ranimer la bourse, et que les transactions en obligations sur le marché secondaire ont augmenté en dépit de l'abondance des émissions obligataires.

• *Les autres facteurs d'influence.*

D'autres facteurs ont été invoqués dont l'influence sur le marché est sans doute plus partielle ou plus discutable.

Le mouvement de concentration a abouti à la création d'un certain nombre de groupes industriels et financiers dont la taille, pour n'être pas excessive par rapport à celle de leurs concurrents étrangers, commence à poser des problèmes pour le bon fonctionnement de la bourse.

Les cinquante valeurs françaises les plus actives constituent 52 % de la capitalisation totale des actions françaises cotées à Paris et les transactions portant sur ces valeurs représentent plus de la moitié du total. Cette part est considérable quand on la compare à celle occupée par les cinquante valeurs les plus actives de la bourse de New York qui atteint 20 % du nombre des titres traités, alors que les valeurs cotées ne sont guère plus nombreuses au New York Stock Exchange qu'à Paris. Il en résulte bien évidemment que les événements boursiers qui affectent l'une des valeurs principales cotées à Paris ont une influence considérable sur l'ensemble de la conjoncture boursière. On avait pu le constater, en 1969, dans un sens favorable à l'animation du marché lors de l'offre publique de B.S.N. sur Saint-Gobain. Les affaires Antar (1) et l'annonce du projet de fusion Pechiney-Ugine-Kuhlmann (1) ont eu en revanche, en 1970, un effet nettement défavorable sur la tenue de l'ensemble du marché.

Les « investisseurs institutionnels » auraient, selon certains, joué également un rôle dans la moins bonne tenue de la bourse de Paris en 1970. Les statistiques actuelles sont insuffisantes pour permettre de bien apprécier la portée de ces critiques. On ne peut toujours pas déterminer si les titres nouvellement acquis ont été souscrits à l'émission ou achetés en bourse. On ignore aussi le montant des transactions effectuées par les investisseurs entre deux publications successives d'inventaire ce qui empêche de calculer le coefficient de rotation de leurs actifs (2).

Sous ces réserves, il convient de distinguer le marché des actions et celui des obligations. Sur ce dernier, le rôle des investisseurs institutionnels est très important, puisque pour 1968, dernière année pour laquelle on dispose

---

(1) Ces trois sociétés figurent parmi les 50 valeurs les plus actives avec les rangs respectifs suivants pour 1970 : 29<sup>e</sup>, 6<sup>e</sup> et 4<sup>e</sup>.

(2) Les SICAV publient l'inventaire de leur portefeuille tous les trois mois, les autres organismes une fois par an.

de renseignements complets, les institutions détenaient 36 % de la capitalisation totale. Les interventions de la clientèle particulière paraissaient limitées à quelques titres présentant des caractéristiques, notamment fiscales, attrayantes. Par contre, sur le marché des actions, les institutions ne détenaient en 1968 guère plus de 12 % de la capitalisation boursière totale, pourcentage qui est encore très inférieur à celui qui est constaté sur divers marchés étrangers.

Les plus gros investisseurs en actions françaises étaient, dans l'ordre, les compagnies d'assurances (6 milliards de francs), les caisses de retraites (2 milliards de francs) suivies par les sociétés d'investissement fermées, les SICAV et la Caisse des dépôts et consignations qui étaient à peu près à égalité avec des portefeuilles de l'ordre de un milliard de francs. Certes, depuis lors, les SICAV ont presque triplé leur portefeuille d'actions françaises mais ne détiennent toujours pas plus de 2 1/2 % de la capitalisation boursière totale. Aussi ne doit-on pas exagérer l'influence que leurs interventions, ou leur abstention, peuvent avoir sur le marché.

D'ailleurs, on pourra constater au chapitre V que la structure des actifs des SICAV ne s'est guère modifiée d'une année à l'autre en ce qui concerne la répartition par catégorie de placements (actions, obligations et liquidités) et par nationalité des émetteurs (français ou étrangers).

### C. — L'EVOLUTION DES STRUCTURES

Le développement du marché financier français indispensable pour atteindre les objectifs du VI<sup>e</sup> Plan, nécessite d'abord que soient poursuivis avec constance les efforts tendant à améliorer la présentation et la qualité des titres vendus ainsi qu'à renouveler les méthodes de placement ou de distribution des titres. D'importants progrès paraissent avoir été réalisés dans cette voie.

Ces actions étaient d'autant plus nécessaires que, contrairement à l'année précédente, aucun avantage nouveau n'était accordé en 1970 à l'épargne investie en actions et obligations. En revanche, les avantages faits à l'épargne liquide en 1969 se sont trouvés consolidés ou augmentés. En outre, le nouveau système du plan d'épargne-logement était doté de caractéristiques qui, sur le plan du rendement et des exonérations fiscales, en faisaient un concurrent sérieux pour les valeurs mobilières ; les résultats du placement en plans de ce type prouvent leur efficacité, puisque, au cours des neuf premiers mois de 1970, 3 milliards de francs ont été ainsi collectés.

L'expansion du marché dépend aussi de la qualité des produits qui s'y vendent, et donc des transformations que connaissent les entreprises françaises.

Mais, de plus en plus, l'évolution du marché des valeurs mobilières ne peut se concevoir dans les seules limites nationales : les valeurs françaises doivent être plus largement répandues à l'étranger, de même que le marché de Paris doit s'efforcer d'accéder à la dimension internationale.

Bien des efforts restent à faire pour fonder sur des bases solides le développement des valeurs mobilières en France : au nombre de ceux-ci figurent les études indispensables à la définition d'une politique rationnelle du marché financier.

### **L'apparition de titres nouveaux.**

La poursuite du glissement monétaire à un taux qui, en 1970, aura encore dépassé 5 % a amené souscripteurs et émetteurs à donner leur préférence à des formules permettant de mieux préserver la valeur du capital. Ainsi les formules nouvelles proposées à l'épargne tendent-elles toutes à mieux la protéger contre l'érosion monétaire tout en limitant les aléas auxquels les actions sont inévitablement exposées.

Alors que l'obligation convertible à tout moment a répondu aux espoirs placés en elle, des modalités nouvelles d'émission ont été mises au point. Certaines utilisent l'action. En outre, les compagnies d'assurances ont commencé de commercialiser une formule indexant capitaux et primes sur la valeur d'actions de SICAV.

- *Les obligations convertibles à tout moment.*

La nouvelle formule d'obligations convertibles à tout moment rendue possible par la parution du décret du 24 décembre 1969, a connu un net succès dès la première année. Sur 11 émetteurs ayant émis des titres de cette nature en 1970, un seul a recouru à la technique ancienne régie par le décret de 1953. De plus, une offre publique d'échange a pour la première fois en France été réglée en obligations convertibles (Schlumberger).

La formule définie par la loi de 1969 présente en effet des avantages considérables. Du point de vue du souscripteur, elle réalise le cumul de certains privilèges liés au statut de l'obligation (notamment en ce qui concerne le régime fiscal et la sécurité) et de ceux de l'action. Par conséquent, le cours de ces titres ne s'écarte guère de celui de l'action en cas de hausse tout en se montrant plus résistant en cas de baisse, assurant une protection contre

l'érosion monétaire à laquelle l'obligation classique est exposée. Du point de vue de l'entreprise, la formule permet d'encaisser une forte prime en cas de conversion, lorsque le prix à l'émission était supérieur au prix de l'action, et de ne payer en attendant qu'un taux d'intérêt nettement moins élevé que celui du marché. Enfin, dans un tel cas, il est facile d'obtenir des anciens actionnaires leur renonciation à leurs droits de souscription, ce qui facilite le placement et ouvre de nouvelles possibilités d'élargir l'actionnariat. Quatre émissions dont les deux plus importantes (Michelin et Peugeot) ont été réalisées dans ces conditions.

• *Les actions.*

Dans une économie qui, comme la nôtre, s'ouvre largement sur l'extérieur sans parvenir à maîtriser l'inflation, l'action ne constitue plus dans tous les cas le meilleur moyen de préserver et d'accroître le capital. Le niveau de l'indice général des cours des actions françaises, encore inférieur de 15 % à ce qu'il était à la fin de 1961 en dépit de l'augmentation du niveau général des prix et de la production nationale survenue depuis lors, en apporte la preuve. C'est seulement sur une beaucoup plus longue période que les mérites du placement en actions par rapport aux placements en or ou en obligations classiques apparaissent exemplaires. Aussi, pour favoriser des placements à moins long terme, diverses formules ont été imaginées qui ont proposé aux investisseurs des actions d'un type nouveau. Afin de remédier à la crise du téléphone en France, un système original de financement a été mis en place par la loi de finances rectificative pour 1969. Première société de ce type à voir le jour, la société Finextel a fait en février 1970 un appel public à l'épargne pour 390 millions de francs. Elle assure à ses actionnaires un revenu indexé sur le chiffre d'affaires des télécommunications. De plus, la valeur du capital est garantie contre la dépréciation monétaire par une indexation sur le coût de la construction immobilière et le prix de la construction électrique.

Les sociétés immobilières pour le commerce et l'industrie (Sicomi) qui se sont multipliées en 1968 et 1969 sont aujourd'hui au nombre de plus d'une trentaine. Toutes ensemble, elles auraient, fin 1970, réalisé pour près de 3 milliards de francs d'investissement en immeubles commerciaux, bureaux ou usines. Poussées par leur recherche des capitaux, elles ont commencé d'utiliser la formule du « capital variable », qui leur permet de procéder à une émission continue d'actions tout en échappant aux fluctuations qu'entraîne une cotation en bourse.

Une telle formule vient d'être autorisée à titre expérimental, mais ses promoteurs ont dû s'engager à transformer cette société en Sicomi ordinaire dès que le capital aurait atteint un plafond de 300 millions de francs. Comme dans le cas des SICAV, les apporteurs de capitaux pourront revendre leurs actions à la société émettrice. Afin de faire face aux demandes de remboursement éventuelles, la société s'engage à conserver sous forme de liquidités 10 % du

capital souscrit. Toutefois, l'associé restera responsable envers ses co-associés et envers les tiers pendant cinq ans après son retrait.

Une autre formule a été adoptée par une société de crédit-bail non cotée. Elle consiste à offrir périodiquement sur le marché des titres nouveaux, qui, correspondant à un groupe d'opérations, donnent droit aux dividendes afférents aux loyers des immeubles ainsi financés. Cinq tranches ont été émises, dont trois en 1970, pour un capital total de 140 millions de francs. Les souscriptions aux trois premières tranches se sont accompagnées d'un versement en compte courant bloqué non indexé, permettant d'utiliser le plafonnement à 25 % de l'imposition sur les revenus de tels placements.

Le changement apporté par la loi du 9 juillet 1970 au régime fiscal des intérêts des comptes courants d'associés a amené un grand établissement de crédit à proposer de rémunérer certains dépôts en compte courant bloqué au moyen de l'attribution d'actions de cette même société de crédit-bail.

Dans l'ensemble, ces différentes formules ont eu pour effet de rapprocher les actions de ces sociétés de financement d'obligations dont le capital et le revenu seraient indexés.

- *L'indexation de l'assurance-vie.*

A l'imitation d'une pratique connue depuis longtemps en Grande-Bretagne et aux Etats-Unis, les compagnies d'assurances ont, en 1970, lancé un nouveau produit qui présente un grand intérêt pour le développement du marché financier. Il s'agit des contrats d'assurance sur la vie dans lesquels le montant des capitaux assurés et la prime sont fixés non plus en francs mais par référence à la valeur d'une ou plusieurs actions de SICAV.

Ce système doit permettre aux souscripteurs de mieux préserver le pouvoir d'achat du capital souscrit. Les obligations d'emploi de SICAV en titres à revenu fixe étant moins élevées que celles exigées des compagnies d'assurances, une plus forte partie des capitaux recueillis pourra être investie en valeurs à revenu variable.

D'ores et déjà, l'épargne recueillie par les compagnies d'assurance sur la vie atteint 2 à 3 milliards de francs par an, dont une grande partie est employée sur le marché financier. Les résultats de la collecte ont été particulièrement satisfaisants en 1970 puisque les capitaux assurés seraient en hausse de 20 % et le nombre de souscripteurs nouveaux de 15 %.

Le développement de nouvelles formules de placement élargit les possibilités de choix offertes à l'épargnant et constitue un indiscutable encouragement à l'épargne. La France ne fait d'ailleurs que suivre une voie ouverte à l'étranger où, entre les actions et les obligations pures, des titres empruntant certaines caractéristiques aux unes et aux autres sont depuis longtemps diffusés.

### **L'amélioration des méthodes de placement.**

Le développement de l'effort de diffusion des valeurs mobilières peut être dû, soit à des dispositions légales, incitatives ou obligatoires, soit au simple effet de la concurrence. Les deux facteurs ont joué en 1970.

- *Les initiatives des intermédiaires financiers.*

Les grandes banques de dépôt ont toujours eu un important réseau de guichets et de démarcheurs qui était notamment utilisé pour faciliter le placement d'obligations nouvelles dans le public. Ces banques toutefois hésitent à placer d'autres valeurs mobilières, dans la crainte de faire concurrence aux instruments de collecte de l'épargne liquide qu'elles commercialisent elles-mêmes et qui leur servent de base pour l'octroi des crédits qui constituent leur principale source de revenus.

Les compagnies d'assurances et les banques dépourvues de guichets n'ont pas les mêmes freins. A défaut de guichets, ces organismes commencent à se doter d'un réseau de démarcheurs formés aux méthodes modernes de vente. Leur objectif commun est d'obtenir des souscriptions à une assurance-vie ou à un plan d'épargne assurant ainsi aux sociétés gestionnaires un flux renouvelé chaque année de versements.

Les difficultés qu'ont connues en 1970 deux sociétés de gestion de fonds internationaux (I.O.S. et GRAMCO) n'ont pas eu de graves répercussions en France puisque ces organismes n'avaient pas été autorisés à opérer dans notre pays. Cette expérience n'en rend pas moins souhaitable un réexamen des questions posées par le démarchage dont la réglementation date maintenant d'une trentaine d'années (cf. page 156).

Une autre évolution mérite d'être signalée : il s'agit du succès rencontré par les clubs d'investissement dont le nombre serait passé de 300 à 1.500 en 1970. Souvent créés à l'initiative de banques ou d'agents de change, ils contribuent à intéresser au marché financier de nouvelles couches de la population. Certes, les investissements mobiliers auxquels les clubs peuvent procéder annuellement dans le cadre d'un régime fiscal favorable sont limités à un maximum de 36.000 francs (1), mais il est probable qu'une partie des « clubistes » procèdent pour leur propre compte à des opérations complémentaires, ou le feront dans l'avenir.

---

(1) Les clubs sont limités à 15 participants pouvant investir au maximum 200 francs par mois.

• *Le rôle des entreprises.*

Le rôle que peuvent jouer les entreprises dans la diffusion des actions parmi les membres de leur personnel a été confirmé cette année par diverses interventions. Le moyen le plus important est, de loin, l'application des textes sur l'intéressement qui sera examinée au chapitre V (page 158). Mais plusieurs sociétés y ont ajouté une action particulière, voulue par le législateur ou spontanée.

Un certain nombre d'entreprises ont procédé à des distributions d'actions gratuites parmi leur personnel ou sont sur le point de le faire.

Par application de la loi du 2 janvier 1970, la Régie nationale des usines Renault a distribué l'an dernier 542.000 actions représentant une somme de 54 millions de francs (soit un peu moins de 5 % de son capital) à environ 45.000 de ses agents. La répartition ayant tenu compte de l'ancienneté et des responsabilités des travailleurs, chaque bénéficiaire a reçu en moyenne 12 actions. D'autres sociétés nationales ou d'économie mixte appartenant au secteur concurrentiel procéderont cette année à des distributions gratuites d'actions parmi leur personnel. Il est à souhaiter que les modalités de ces opérations n'aboutissent pas à la création de titres singuliers dont la négociation en bourse serait impossible.

Les fonds provenant de l'intéressement n'ont été employés à l'acquisition directe d'actions de l'entreprise que dans un nombre infime de cas (21 intéressant 30.000 salariés). Il est vrai que les sommes gérées par l'intermédiaire de fonds communs sont souvent affectées pour partie à l'acquisition d'actions cotées de la société en cause. On citera notamment le cas du Crédit foncier où 30.000 actions soit 1 % du capital ont été distribuées au personnel au titre de l'intéressement. Quelques autres sociétés (Ricard, Evian) ont procédé de la même manière.

Une formule voisine de l'intéressement, celle des plans d'épargne d'entreprise, paraît appelée à un assez large développement. Le dénombrement de ces plans reste à faire, de même que l'évaluation des sommes qu'ils seraient susceptibles d'apporter au marché financier. D'ores et déjà on a constaté que 20 % des fonds communs de placement créés en 1970 l'ont été dans le cadre de plans d'épargne d'entreprise (cf. page 159).

Une autre possibilité peut être utilisée à l'occasion notamment de l'émission de titres nouveaux. Elle consiste à offrir au personnel d'une société de souscrire à des conditions préférentielles par rapport au reste du public. Certes, cette mesure peut se heurter à un obstacle juridique dans le cas où il existe un droit préférentiel de souscription au profit des actionnaires. Mais cet obstacle n'existe pas toujours comme le prouve le cas des obligations convertibles, voire celui d'actions. On peut citer notamment l'exemple des actions Finextel qui ont pu être vendues au personnel de l'administration des

P.T.T. à un prix inférieur au prix public de l'émission, la différence étant constituée par l'économie réalisée sur les commissions de placement.

Enfin la loi du 31 décembre 1970, qui a permis aux sociétés d'accorder à leur personnel des options pour la souscription ou l'achat d'actions, apporte un élément nouveau, et ses effets pourraient se révéler importants. Suivant ce texte, les bénéficiaires disposeront d'un délai de cinq ans pour lever les options mais ne pourront revendre les titres en question que cinq ans après cette levée sous peine de payer l'impôt sur les plus-values éventuelles. Un décret en Conseil d'Etat sera nécessaire pour que la loi puisse entrer en vigueur ; il doit préciser notamment le maximum des options qui pourront être accordées à un même salarié.

Outre son intérêt pour le développement du marché financier, ce procédé aura des effets sur la gestion des entreprises. A l'instar de ce qui a été constaté dans les grandes affaires américaines, il devrait en effet inciter le personnel, et notamment celui qui est associé à la direction, à rechercher les moyens d'améliorer la rentabilité de l'entreprise.

#### **La concentration des entreprises.**

Le mouvement de concentration des entreprises, qui se poursuit à un rythme soutenu dans les pays industrialisés depuis plus de quinze ans, semble avoir marqué une pause en 1970. Bien que les chiffres manquent pour pouvoir l'affirmer, la France paraît avoir suivi la tendance générale en ce qui concerne les formules classiques de rapprochement. Toutefois, il faut noter le vif succès qu'a rencontré la formule des groupements d'intérêt économique instituée en 1967. Le nombre de ces groupements, de 313 en juillet 1969, est passé à plus de 1.500 en juin 1970.

Cependant, bien que moins nombreuses, les opérations de type classique réalisées en 1970 ont certainement, en raison de l'élévation de leur taille, mis en jeu un volume croissant de capitaux. On peut penser que leur influence sur les transactions boursières n'a pas dû être négligeable.

Les concentrations, qui participent largement au mouvement de restructuration de l'économie, se sont caractérisées, dans l'ensemble, en 1970, par leur envergure. On a vu ainsi se former un certain nombre de groupes dont la taille internationale n'est pas à mettre en doute et dont l'existence doit permettre à l'industrie française d'être mieux présente sur les marchés étrangers.

Ce mouvement d'ensemble, qui s'est poursuivi aussi bien dans l'industrie et les services que chez les collecteurs de capitaux, n'a pas eu la même ampleur dans tous les secteurs. Dans certains secteurs, telle la chimie, le mouvement amorcé depuis plusieurs années s'est poursuivi activement. Certains autres,

notamment les textiles, semblent aborder une période de restructuration de fond. D'autres secteurs, enfin, comme la sidérurgie, paraissent avoir atteint une stabilité durable de leurs structures.

Les opérations de regroupement effectuées dans l'ensemble des secteurs ont été suscitées par trois impératifs principaux.

Certaines opérations de concentration verticale ont eu pour but d'assurer une meilleure coordination production-débouchés. C'est le cas de la fusion d'Evian et de Kronenbourg avec B.S.N. qui, à la fin de l'année 1969, avait pris le contrôle de la Société européenne de brasserie.

D'autres opérations de rationalisation se sont concrétisées par des concentrations horizontales devant permettre une meilleure exploitation des moyens de production. L'opération de ce type la plus importante semble être, dans la métallurgie, la constitution du groupe Creusot-Loire après fusion de la Société des forges et ateliers du Creusot avec la Compagnie des ateliers et forges de la Loire.

Les préoccupations d'ordre économique n'étant pas toujours les seules à présider aux opérations de regroupement, certaines fusions ont été motivées par une politique défensive.

En outre, de nombreuses opérations ont été conclues avec des sociétés étrangères.

Quelques-uns de ces accords ont permis de développer les possibilités d'action à l'étranger de sociétés françaises. C'est le cas des prises de participation en Autriche de Michelin, en Suède de Saint-Gobain, au Canada des ciments Lafarge, ainsi que des accords de coopération passés entre l'Union des assurances de Paris ou le Crédit lyonnais et des firmes concurrentes en Allemagne.

En sens contraire, plusieurs sociétés cotées sont passées sous le contrôle de firmes étrangères et notamment Astral, Trailor-CIMT-Lorraine, Compagnie des compteurs, Saxby.

**ÉVOLUTION PAR SECTEUR  
DU NOMBRE DES OPÉRATIONS DE CONCENTRATION  
RÉALISÉES PAR LES SOCIÉTÉS ANONYMES 1961-1969**

	Alimentation	Banques Assurances	B.T.P.	Ind. Mécan. et électr.	Chimie Pétrole	Sidérurgie Métallurgie	Textiles	Transports	Divers	Total
1961 .....	12	16	3	9	17	18	10	20	15	120
1962 .....	17	24	3	29	30	7	4	3	10	127
1963 .....	22	17	23	27	25	4	8	9	15	150
1964 .....	44	49	21	46	39	20	12	7	27	265
1965 .....	29	30	19	25	29	8	7	5	12	164
1966 .....	33	52	11	32	—	22	13	25	33	249
1967 .....	13	43	12	10	17	22	8	9	10	144
1968 .....	30	36	15	14	38	16	16	13	38	216
1969 .....	24	37	14	38	37	6	9	11	16	192
Total 1961 à 1969 .....	224	304	121	230	260	123	87	102	176	1.627

Source : Bureau des Fusions, Ministère du Développement industriel et scientifique.

Une tendance nouvelle semble s'être fait jour, en 1970, dans les raisons qui ont motivé les opérations de regroupement. Si bon nombre d'opérations ont eu pour motif la concentration d'entreprises de moyenne importance devant permettre une meilleure adaptation aux exigences nouvelles du marché, d'autres ont réuni des sociétés ayant déjà atteint la taille nationale, voire internationale, dans des groupes de type multinational ou des conglomérats caractérisés par la diversification de leurs activités.

Cette tendance à la création d'unités toujours plus importantes qui remodèlent les structures industrielles a des conséquences de plusieurs ordres sur le marché financier.

On a déjà signalé les conséquences de la constitution de groupes importants sur le fonctionnement même de la bourse et sur l'évolution de l'indice général des cours (page 39). Par ailleurs, l'importance des capitaux rassemblés lors de la constitution de ces groupes implique une diffusion plus large de leur actionnariat.

D'autre part, les structures mêmes du marché boursier sont modifiées par le mouvement de concentration des entreprises. L'absorption de sociétés de taille moyenne cotées par des groupes plus importants tend à faire disparaître de la cote des sociétés à capitalisation boursière relativement réduite. En revanche, la création de groupes à vocation nationale par fusion de petites entreprises non cotées viendra augmenter à terme le nombre des sociétés susceptibles de solliciter l'épargne publique. Ainsi, à nombre égal de sociétés cotées, la taille moyenne de chacune d'elles croissant, le nombre de titres cotés et la capitalisation boursière de l'ensemble de la cote doivent donc augmenter.

Cette évolution des structures peut paraître irréversible, car il serait peu raisonnable de penser que les sociétés moyennes pourront accéder au marché officiel tant qu'elles n'auront pas une capitalisation potentielle et un nombre d'actions suffisant pour justifier une introduction. Par contre, l'exemple du marché « over the counter » aux Etats-Unis incite à ranimer le marché hors cote dont le rôle s'est considérablement amenuisé au cours de la dernière décennie.

Enfin, sur le plan des moyens de financement, l'évolution des structures industrielles dans le sens d'une concentration des moyens de production au sein d'unités de moins en moins nombreuses a pour conséquence une plus large intervention du marché financier dans le financement des investissements industriels.

### **L'ouverture sur l'étranger.**

Un développement du marché des valeurs mobilières françaises nécessite une extension de sa dimension internationale. Celle-ci présente deux aspects différents, à la fois contradictoires, parce que de sens opposé, et néanmoins conjoints, parce que liés dans les faits.

- *Le placement de titres français à l'étranger.*

Les difficultés de financement des entreprises françaises qui découlent des objectifs ambitieux que leur assigne le VI<sup>e</sup> Plan pourront se trouver allégées par une plus large ouverture sur l'étranger. De même, un remède à l'« étroitesse » du marché boursier français pourrait consister dans une plus grande interpénétration avec les autres bourses, celles-ci acceptant de faire figurer à leur cote des valeurs françaises, tandis que la bourse de Paris pourrait accueillir de nouvelles valeurs étrangères.

La voie a été tracée par les émissions d'obligations de divers emprunteurs notamment publics, sur des marchés étrangers et notamment sur celui des

euro-obligations. On a noté en 1970 neuf emprunts « classiques » de sociétés françaises libellés en dollars et deutsche marks pour une contre-valeur de 1.065 millions de francs. Cette somme est voisine de celle recueillie au cours de l'année précédente qui peut être évaluée à 1.024 millions de francs. Quant aux emprunteurs, ils ne sont plus seulement, comme en 1969, des sociétés publiques, mais comprennent quelques sociétés privées importantes. Cette évolution paraît donc encourageante.

Il est tout aussi nécessaire, ainsi que l'ont montré les travaux de préparation du VI<sup>e</sup> Plan, de développer le placement des actions françaises à l'étranger tant auprès des investisseurs institutionnels que des particuliers. L'émission d'obligations convertibles peut jouer un rôle dans cet élargissement de l'actionnariat. Un exemple de cet effort de diffusion auprès des investisseurs étrangers a été donné en 1970 par la Compagnie financière de Suez qui a, non seulement, trouvé acheteur pour 10 % de son capital en la personne d'un investisseur américain (INA Corporation), mais encore obtenu la cotation de ses titres dans trois nouvelles bourses étrangères et émis pour 30 millions d'obligations convertibles à tout moment. L'autre exemple est Michelin qui a émis, en novembre 1969, 54 millions \$ d'obligations convertibles, ce qui, compte tenu des opérations faites sur le marché français, lui a permis en un an de collecter près de 900 millions de francs.

Certes, les intérêts étrangers ne sont pas négligeables dans un certain nombre de branches de l'industrie française, mais ils représentent généralement des prises de contrôle. Il est par contre assez rare que des actions françaises soient détenues en vue d'un placement par des particuliers ou des investisseurs institutionnels étrangers.

Le manque d'attrait de la plupart des grandes valeurs inscrites à notre cote est attesté par le fait qu'actuellement seules 22 sociétés françaises sont cotées à l'étranger, en général d'ailleurs sur une place limitrophe (Suisse, Belgique, Allemagne) et que les marchés qui se sont établis sur ces valeurs sont extrêmement réduits.

Les causes de cet état de choses sont nombreuses. Certaines tiennent à l'image de marque des sociétés françaises à l'étranger, d'autres aux insuffisances de la présentation de leurs comptes ou à une méfiance malheureusement assez répandue à l'étranger quant à leur sincérité. Les reproches à cet égard sont certainement excessifs même si, sur les deux points essentiels de la consolidation et du contrôle des comptes, des progrès doivent encore être réalisés par rapport aux pratiques des sociétés anglo-saxonnes.

Parmi les autres obstacles qui s'opposent à la diffusion des titres français à l'étranger, deux relèvent plus particulièrement des pouvoirs publics. L'un concerne le régime fiscal des titres français détenus par les étrangers, l'autre découle de l'existence d'une disposition particulière du contrôle des changes.

Le rendement des actions françaises détenues à l'étranger est actuellement inférieur de moitié au moins à celui qu'il offre aux porteurs français. En

effet, les dividendes distribués aux étrangers sont soumis à une retenue à la source de 25 % et n'ouvrent pas droit à l'avoir fiscal.

En ce qui concerne la retenue à la source, la France a signé avec la plupart des pays des conventions permettant d'en restituer aux étrangers une partie. En ce qui concerne l'octroi de l'avoir fiscal, seules deux conventions étaient entrées en vigueur à la fin de l'année dernière : elles concernent les résidents de la République fédérale d'Allemagne et de la Suisse. Seules, les personnes physiques et dans certaines limites les sociétés de portefeuille (1) en bénéficieront.

D'autres conventions devraient entrer en vigueur en 1971, notamment celle qui a été signée l'an dernier avec les Etats-Unis d'Amérique. On peut donc espérer qu'une fois effacée la discrimination fiscale dont faisaient l'objet les porteurs étrangers de valeurs françaises, la diffusion à l'étranger des actions sera facilitée.

Il restera à observer, toutefois, si l'obligation faite aux étrangers de déclarer ces revenus auprès de leur propre administration fiscale et de remplir diverses formalités ne constituera pas un obstacle de fait à cette diffusion.

Toutefois, une autre difficulté devrait être levée. En raison d'une disposition du contrôle des changes du 24 novembre 1968, les non-résidents ne peuvent réimporter en France en vue de leur vente les titres français détenus à l'étranger. Des dérogations ne sont admises que si les titres ne sont pas cotés à l'étranger. En dépit des négociations de blocs ou de certains placements internationaux tels que ceux qui ont été signalés plus haut, ce régime s'avère incompatible avec une large diffusion des actions françaises à l'étranger. Il en résulte en effet que l'arbitrage ne peut plus fonctionner dans des conditions satisfaisantes sur ces valeurs.

• *L'admission en France de nouvelles valeurs étrangères.*

La cotation en France de nouvelles valeurs étrangères, choisies parmi les plus intéressantes pour l'épargne, serait un moyen judicieux d'élargir la bourse de Paris conformément à sa vocation internationale. Mais une certaine prudence s'imposera, afin de ne pas détourner vers des entreprises étrangères une partie excessive de l'épargne française.

Il convient par ailleurs, de remarquer que le nombre de valeurs étrangères admises à la cote représente, par rapport à l'ensemble des valeurs à revenu variable, un pourcentage beaucoup plus élevé à Paris (18 %) que sur les autres grandes places internationales (9 % à Londres, 4 % à Francfort ou

---

(1) Sont exclus du bénéfice de l'avoir fiscal les fonds d'investissements allemands, ainsi que les fonds dits « internationaux » et les fonds suisses pour la partie des dividendes attribués à des actionnaires non résidents suisses.

Dusseldorf, 1,5 % au New York stock exchange et zéro au Japon). Seules certaines bourses telles que Bruxelles, Amsterdam et Zurich possèdent à leur cote un plus grand pourcentage d'actions étrangères, par suite du manque de valeurs locales.

En l'absence de statistiques détaillées, il n'est guère possible d'apprécier la contribution apportée par les valeurs étrangères à l'activité de ces divers marchés. Elle semble néanmoins assez faible. Dans le cas des bourses de Bruxelles et d'Amsterdam pour lesquelles des chiffres sont disponibles, les valeurs étrangères n'ont représenté respectivement que 10 % et 6 % des transactions contre 12 % à Paris.

Parmi les valeurs dont la cotation pourrait être étudiée en cas d'assouplissement marqué du contrôle des changes figurent les emprunts émis à l'étranger par des sociétés françaises. Toutefois, il sera nécessaire de veiller à ce que ces emprunts ne concurrencent pas directement les emplois en valeurs libellés en francs. La Commission étudie actuellement d'éventuelles propositions en faveur d'une politique plus active d'introduction à la cote de valeurs nouvelles.

#### **La nécessité d'études préalables.**

Des études seraient souhaitables et même indispensables sur bien d'autres points.

D'importantes lacunes existent en effet dans la connaissance de l'épargne financière ainsi que des comportements du public et des emprunteurs. Ces défauts peuvent compliquer l'élaboration par les autorités responsables d'une politique du marché financier permettant de réaliser les objectifs du VI<sup>e</sup> Plan.

Une première série d'études devrait permettre d'améliorer la connaissance concernant les porteurs de valeurs mobilières.

D'abord, le nombre même de ces porteurs n'est pas connu avec précision. La Direction générale des impôts a cessé de le calculer depuis 1966. Le dernier chiffre connu, d'après les relevés de coupons centralisés par l'administration au nom des contribuables, dépasse 4 millions de personnes, alors que celui des assujettis à l'impôt sur le revenu des personnes physiques pour des revenus mobiliers n'a pas tout à fait atteint 1,5 million pour la même année. Il conviendrait d'explicitier les raisons de la divergence entre les deux séries de renseignements fiscaux, mais surtout, il est indispensable de reprendre, d'une manière ou d'une autre, le calcul du nombre des porteurs de valeurs mobilières, afin de guider les efforts à fournir pour accroître cette population et de mesurer les effets des mesures qui seront prises.

En outre, la composition de la population des porteurs de valeurs mobilières est assez mal connue. Il est souhaitable d'étudier sa répartition par

âge, par sexe, et forme des titres détenus (actions, obligations, actions de SICAV, au porteur et nominatifs), par niveau de revenus et suivant la résidence des porteurs. La Commission se préoccupe d'améliorer l'efficacité des études et des sondages qui sont réalisés dans ce domaine. En rapprochant les sociétés spécialisées dans ces travaux, elle tente de développer les échanges de résultats entre elles et, pour l'avenir, de définir des questions communes à diverses enquêtes, de manière que chacune puisse faire progresser les connaissances ; le manque d'homogénéité des renseignements recherchés empêche actuellement les recoupements des divers travaux effectués.

Une autre étude très importante consisterait à déterminer l'origine des transactions passées en bourse. En effet, les cours résultent de la rencontre des ordres opposés passés par la clientèle ; ils sont donc déterminés par la personnalité de celle-ci. Or, on ne dispose à l'heure actuelle que d'évaluations très fragmentaires quant à l'importance des interventions sur le marché des différentes catégories d'opérateurs. De nombreuses questions, telles les suivantes, restent donc pratiquement sans réponse : Quelle est la part prise par les investisseurs institutionnels sur le marché ? Par quels canaux les ordres sont-ils acheminés sur le marché ? Les particuliers sont-ils pour une période déterminée acheteurs ou vendeurs nets d'actions, d'obligations ? Quel est le taux de rotation des actifs par catégorie d'investisseurs ? Est-il stable ou sujet à brusques variations ?

Les relations entre les cours de bourse et les autres phénomènes économiques mériteraient d'être explicitées.

La bourse des valeurs donne des phénomènes économiques une interprétation propre qui se traduit dans les cours. Ainsi conviendrait-il de rechercher les relations qui peuvent exister entre les cours de bourse et, d'une part, l'évolution de phénomènes économiques tels que la croissance industrielle, l'inflation, les taux d'intérêt, et d'autre part, la situation financière des sociétés, passée ou prévisionnelle, la politique de distribution des dividendes, les modes de financement des investissements (« effet-levier ») etc.

Dans la limite de ses moyens, la Commission favorisera le développement de ces études. Elle continuera notamment à utiliser à cet effet le rôle coordinateur qui peut être le sien au milieu des initiatives privées. Son intervention sera parfois indispensable, notamment pour la connaissance des transactions parce qu'elle seule peut, fût-ce à des fins statistiques, lever le secret qui protège les donneurs d'ordres de bourse.

---



CHAPITRE II

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



Le développement de l'information sur l'activité des sociétés apparaît de plus en plus comme une nécessité. Les pouvoirs publics, les entreprises et les intermédiaires financiers en ont, en 1970, pris une conscience plus aiguë, comme l'ont prouvé les travaux de la Commission de l'information économique du VI<sup>e</sup> Plan. Deux points méritent notamment d'être soulignés.

L'accroissement important des placements des ménages en valeurs mobilières prévu par le VI<sup>e</sup> Plan pour concourir au financement des investissements industriels et des équipements collectifs à réaliser durant la période 1971-1975 ne pourra être obtenu que si les valeurs mobilières en général, et plus spécialement les actions, deviennent plus attractives pour l'épargne. Or, cet attrait dépend dans une mesure appréciable de la qualité des informations disponibles sur les entreprises émettrices.

Par ailleurs, l'ouverture de plus en plus large de l'économie française sur l'extérieur entraînera, entre autres conséquences, une concurrence accrue sur le marché financier entre entreprises françaises et entreprises étrangères. La possibilité pour les sociétés de recourir plus ou moins largement au marché dépendra donc de l'attrait de leurs titres sur le public des différents pays. Pour que les entreprises françaises trouvent à l'étranger des capitaux et n'éprouvent pas des difficultés croissantes à s'en procurer en France même, du fait de la préférence que pourraient donner les épargnants aux placements en valeurs étrangères, il est nécessaire qu'elles fournissent sur la marche de leurs affaires et leur situation financière des informations d'une qualité au moins égale à celles données par les grandes sociétés des autres pays industriels.

Malgré les efforts importants faits par de nombreuses entreprises, les progrès réalisés restent insuffisants. La Commission des opérations de bourse a souligné, dès son premier rapport, que la réglementation française était, en la matière, la plus exigeante après celle des États-Unis. Mais les pratiques ne confirment pas toujours cette hiérarchie. Une étude publiée en août 1970 par la Fédération européenne des associations d'analystes financiers à partir des rapports annuels d'une sélection de grandes sociétés de six pays européens, place la France après la Grande-Bretagne et l'Allemagne, et à égalité avec la Suisse.

Pour les différentes rubriques prises en considération par l'étude (direction, activité, bilan, résultats, renseignements intérimaires, investissements, main-d'œuvre, filiales et participations), les rapports français ont obtenu partout des notes moyennes avec seulement deux points faibles : la description de l'actionariat et la présentation des comptes consolidés. Les rapports des sociétés britanniques sont jugés, en moyenne, de qualité supérieure, sauf pour la description de l'activité, et les rapports allemands sont considérés comme présentant beaucoup mieux les comptes annuels.

Quelles que soient les réserves que peut appeler cette analyse du fait du choix de l'échantillon et de l'absence de pondération des critères retenus,

ces observations sont intéressantes. Elles montrent que la réglementation ne peut à elle seule produire une information de bonne qualité. Tenant compte de l'ensemble des entreprises, les textes doivent être dépassés par les meilleures d'entre elles. C'est pourquoi la Commission a toujours considéré que son rôle en la matière était moins de veiller à l'exacte application des prescriptions réglementaires par les réfractaires, encore qu'elle s'y attache, que de favoriser les progrès et d'encourager les initiatives des sociétés les plus dynamiques.

L'information continue, par les assemblées générales annuelles et les publications périodiques intérimaires, l'information à l'occasion des opérations financières et l'information occasionnelle, particulièrement stimulée par la Commission en 1970, sont les trois aspects d'une action globale d'information. Mais, pour que celle-ci atteigne toute son efficacité, elle doit être l'expression d'une véritable politique de l'information.

#### A. — UNE POLITIQUE DE L'INFORMATION

Pour une société qui a le désir de faire connaître le mieux possible l'évolution de son activité, sa situation et ses perspectives d'avenir afin qu'un jugement valable sur son titre puisse être porté par le public, avoir une politique de l'information consiste à substituer à des actions isolées émanant de services différents un ensemble coordonné, supposant des choix préalables faits au niveau de la direction de l'entreprise. Une telle politique est d'autant plus nécessaire que la société engage un plus grand nombre d'opérations spontanées. La préoccupation des petits actionnaires doit l'y conduire.

##### **La nécessité d'une conception d'ensemble.**

La coordination des opérations apparaît comme une condition de l'efficacité, car si l'information est devenue une nécessité impérieuse pour les sociétés qui font publiquement appel à l'épargne, elle exige des moyens humains et matériels et entraîne, de ce fait, un coût que les entreprises doivent prendre en considération. La comparaison entre ce coût et les avantages qu'elles estiment retirer de leurs efforts devrait normalement amener les sociétés à rechercher, en matière d'information, comme dans le domaine industriel et commercial, la rentabilité optimale. Or, beaucoup d'entreprises semblent ne pas avoir pris conscience de la nécessité d'une conception globale : telle publication de chiffre d'affaires, pourtant exacte, donne une fausse image de l'activité, parce qu'elle ne tient pas compte de modifications de structure

intervenues au cours d'une année ; tel communiqué important présente des différences notables suivant les supports de presse ; tels renseignements sont fournis aux analystes financiers avant d'être communiqués à la presse ; tel président donne dans une conférence de presse ou dans un document destiné au personnel des renseignements nouveaux qu'il aurait été intéressant de mentionner dans la note d'information parue quelques jours plus tôt. En sens inverse, un renseignement essentiel donné dans une note d'information ne figure parfois ni dans la publicité ni dans les publications légales.

L'absence de conception d'ensemble apparaît également dans le contenu même des documents diffusés par une société, qu'il s'agisse, par exemple, d'une note d'information ou d'un rapport annuel. Il arrive que les renseignements fournis soient en quelque sorte juxtaposés, sans que les auteurs aient cherché à dégager la ligne directrice qui permettrait de comprendre une structure de groupe, son mode d'activité ou le lien entre deux opérations présentées séparément.

Il est clair qu'une telle situation n'est pas satisfaisante et qu'il est du propre intérêt des sociétés d'y remédier le plus rapidement possible. Elles n'y parviendront que si leurs dirigeants, conscients de l'importance de l'information, la considèrent comme un des éléments majeurs de la politique générale de l'entreprise et mettent en place une organisation permettant, à un niveau hiérarchique élevé, de définir les informations à diffuser, le moment de cette diffusion, les publics à toucher et les moyens à utiliser pour y parvenir.

La Commission des opérations de bourse, qui a maintes fois constaté les inconvénients d'actions dispersées menées par différents services d'une même société, ne peut qu'encourager les entreprises à se doter, compte tenu de leurs caractéristiques propres, des structures les plus appropriées pour élaborer et mettre en œuvre une politique d'information cohérente et efficace. C'est à cette fin qu'elle a demandé, en particulier, aux sociétés cotées, de désigner au sein de leur état-major un responsable de l'information chargé d'assister le président dans la tâche de renseigner les actionnaires, le public et le marché financier, et doté de moyens qui lui permettent d'agir utilement.

L'une des préoccupations majeures de ce responsable doit être de rendre l'information plus accessible aux petits actionnaires. Il est, en effet, nécessaire que, pour aider à la diffusion plus large des valeurs mobilières en général et de leurs titres en particulier, les sociétés développent leur action sur l'ensemble du public.

#### **Les initiatives dirigées vers les petits actionnaires et le public.**

Pour faire connaître la marche de leurs affaires, les sociétés disposent de moyens multiples qui dépassent le cadre rigide des informations réglementaires et parmi lesquels elles peuvent choisir suivant le public à atteindre

Le perfectionnement de l'information s'est tout naturellement produit au profit du public qui a su manifester ses besoins avec le plus de vigueur, celui des professionnels. La pratique s'est développée de réunir des spécialistes pour leur présenter en détail et avec précision les activités, les résultats et les perspectives d'une société, ou encore des opérations importantes. Ces réunions sont en général suivies d'un débat intéressant avec un auditoire particulièrement compétent et exigeant. En 1970, quarante et une manifestations ont été organisées, auxquelles participaient les membres de la Société française des analystes financiers, dont vingt-quatre sous forme de réunions de fin d'après-midi, huit à l'occasion d'un déjeuner et neuf au cours d'un déplacement. Toutes les sociétés qui, sous la pression des demandes qu'elles acceptent d'affronter, se prêtent pour la première fois à cet exercice, font progresser l'information. C'est, par exemple, à l'occasion d'une telle réunion que la société Usinor a pu, pour la première fois en France, présenter le 1<sup>er</sup> décembre son bilan prévisionnel au 31 décembre 1970. Un bond dans la célérité des informations a été ainsi accompli.

Si la Commission a suivi avec un grand intérêt le développement de ces rencontres, elle a dû se préoccuper d'éviter que l'information diffusée lors des réunions n'aboutisse à une scission entre les publics, celui des professionnels étant privilégié par rapport à la masse des actionnaires. A l'occasion d'un incident provoqué en janvier 1971 par la brusque baisse d'un titre à la suite d'informations recueillies par des analystes financiers et ignorées du public, la Commission a dû formuler officiellement, tant aux sociétés par la voie de son bulletin, qu'à la Société française des analystes financiers, la doctrine qu'elle avait déjà plusieurs fois indiquée officieusement.

Cette doctrine affirme que, si les réunions de spécialistes méritent d'être encouragées parce qu'elles contribuent à une meilleure connaissance des entreprises et, partant, au développement du marché financier, elles ne doivent pas privilégier les personnes qui y participent et permettre aux analystes ou à leurs mandants l'exploitation de renseignements qui n'auraient pas été portés simultanément à la connaissance du public. Pour parvenir à cette concomitance divers moyens sont possibles. Les sociétés peuvent soit convier les journalistes à la réunion d'analystes, soit faire suivre ou précéder celle-ci immédiatement d'une conférence de presse, soit publier, aussitôt après la réunion, un communiqué ou une lettre aux actionnaires faisant connaître à tous les renseignements importants qu'elles viennent de divulguer. La Commission demande aux sociétés de prendre les dispositions les meilleures pour atteindre le résultat recherché et à la Société française des analystes financiers de s'informer auprès d'elles des mesures qu'elles comptent adopter. Bien entendu, la recommandation qui précède vaut, non seulement pour des réunions auxquelles tous les analystes peuvent se rendre, mais, *a fortiori*, pour des séances de travail plus restreintes où ne sont conviés que quelques spécialistes.

A vrai dire, cette question n'est qu'un aspect du problème plus vaste que pose le perfectionnement de l'information. Si l'on n'y prend pas garde, le déve-

loppement de celle-ci risque d'apporter autant de déceptions que de satisfactions. Entraînant un nombre croissant de chiffres et de renseignements, précieux pour les experts qui ont la compétence et le temps nécessaire pour les exploiter, ce mouvement peut mécontenter le grand public et les petits actionnaires qui, non seulement ont le sentiment d'être en état d'infériorité, mais peuvent même s'estimer plus mal renseignés qu'autrefois, une documentation trop abondante et trop complexe étant pour eux moins utilisable que les renseignements succincts communiqués dans le passé.

La solution ne réside évidemment pas dans un retour en arrière. Il faut prendre en considération les besoins spécifiques de la masse des petits porteurs et mettre en œuvre des moyens particuliers pour les satisfaire. En nombre croissant, des sociétés ont pris des initiatives dans ce sens. Il s'agit évidemment des plus importantes, celles qui, ayant un actionnariat très vaste, sont confrontées le plus directement à ce problème. Le rappel de certaines réalisations de 1970 illustre les efforts entrepris et peut servir d'exemple.

Le moyen déjà traditionnel des lettres aux actionnaires mérite d'être mentionné à cause du sensible développement qu'il a connu.

Durant l'année 1970, la Commission a recensé quelque cent trente lettres d'information adressées à leurs actionnaires par quatre-vingt-dix sociétés, dont quarante cotées à terme, ce qui représente une progression des trois quarts par rapport à l'année précédente. Si certaines sociétés, dont l'importance justifierait un contact plus direct avec leurs actionnaires, sont encore en dehors du mouvement général, nombreuses sont celles qui ont inauguré en 1970 ce mode de communication. Aux grandes entreprises, notamment de l'industrie pétrolière ou chimique et de la construction mécanique ou électrique, aux magasins à succursales multiples, se sont jointes les sociétés foncières et immobilières, les entreprises du bâtiment et des travaux publics, celles de l'imprimerie et du papier et les magasins.

Bien qu'il n'y ait pas d'uniformité de conception, dans la grande généralité des cas, le support de la lettre est constitué par les résultats semestriels ou l'activité trimestrielle, ou encore un événement important de la vie de la société tel qu'une absorption, un rapprochement, une modification du capital.

Ces lettres d'information sont évidemment de valeur inégale : 55 % peuvent être considérées comme bonnes ; parmi celles-ci, 15 % sont même excellentes parce que précises, rapides, claires, complètes, prospectives et, dans tous les cas, intéressantes, même si elles ne réunissent pas la totalité des qualités ; pour des motifs opposés, l'information fournie étant vague, imprécise, non chiffrée, tardive, peu convaincante, 45 % sont médiocres ou même mauvaises, en particulier lorsqu'elles font état d'un optimisme non motivé.

On peut, en outre, constater que les meilleures lettres sont celles adressées par les sociétés qui ont été les premières à utiliser ce procédé comme moyen de communication avec les actionnaires et qui ont, par ailleurs, une bonne

politique d'information. Mais certaines sociétés ont, du premier coup, rédigé une note de bonne qualité. Inversement, les lettres médiocres ou mauvaises émanent en général d'entreprises qui, par ailleurs, informent mal, que ce soit dans les rapports annuels ou dans les communiqués remis à la presse.

Les lettres sont parfois l'occasion d'initiatives remarquables. Anticipant sur les dispositions pouvant être officiellement imposées en matière d'information des actionnaires, la société « Jacques Borel international » a, en 1970, publié dans chacune de ses lettres une situation consolidée sommaire arrêtée au terme du trimestre écoulé. Parmi les entreprises cotées en bourse, la société « Galeries Modernes » a été la première à décider de publier tous les trimestres, dans sa lettre du conseil, une situation comptable complète. Celle arrêtée au 30 septembre 1970, qui comporte un résultat net après amortissements, provisions et impôt, a été ainsi diffusée dès le début de novembre.

A côté des lettres aux actionnaires, des procédés nouveaux ont été utilisés pour intéresser le grand public. Bien que leurs effets ne soient pas toujours immédiatement perceptibles, ils contribuent à instaurer un climat de confiance entre les entreprises et les épargnants.

Des sociétés ont organisé des opérations « portes ouvertes » permettant au public de visiter des usines, de faire la connaissance des directeurs et des cadres, de les interroger sur la marche de leur établissement et dans certains cas, notamment lorsque des représentants de la direction générale participent à la manifestation, de poser des questions et de recevoir une information sur la situation générale de l'entreprise.

D'autres sociétés ont cherché à rendre les assemblées générales plus vivantes en utilisant des moyens audio-visuels pour la présentation de leur activité et de leurs comptes.

Quelques entreprises ont voulu aller plus loin. C'est ainsi que la société « L'Air liquide » s'est efforcée, indépendamment des assemblées générales, d'entrer en contact direct avec ses actionnaires en organisant une série de réunions en province. L'intérêt qu'ont suscité ces rencontres et leurs heureux effets ont amené d'autres sociétés à prévoir des manifestations analogues.

Pour se faire mieux connaître du grand public, d'autres sociétés ont édité un document de large information présenté d'une manière attrayante. Pour sa part, le Crédit foncier de France a, pour la première fois, diffusé à l'occasion de son assemblée générale, à côté de la plaquette complète traditionnelle, un rapport sommaire, tiré à trente-cinq mille exemplaires, indiquant les traits essentiels de l'activité de l'établissement et résumant ses résultats financiers pour l'exercice 1969. C'est également en 1970 que sous forme de dépliants de dimension réduite ont commencé à être diffusés dans le public ce qu'on peut appeler les cartes d'identité des grandes sociétés. Celle de Rhône-Poulenc qui présente le groupe, ses principales branches et les chiffres les plus caractéristiques des trois dernières années, peut être citée en exemple.

La même société a, en juin 1970, publié dans un grand quotidien quatre pages destinées à faire connaître de façon synthétique son activité en 1969 et à faire comprendre son bilan. Cette initiative est intéressante car en initiant le public à la lecture d'un bilan elle a un aspect pédagogique important, surtout dans un pays comme la France où la formation économique des citoyens est généralement très insuffisante.

Peuvent également être notés les efforts de plusieurs grandes sociétés pour faciliter à leur personnel, qui comporte d'ailleurs des actionnaires, la compréhension de leurs résultats.

Ces différentes initiatives méritent d'être poursuivies mais leur efficacité dépend, pour une large part, tant de la connaissance qu'ont les sociétés de leur actionnariat que de la qualité de leur service de relations publiques.

Du fait de la prédominance en France des titres au porteur, les entreprises ont beaucoup moins de facilités pour entrer en contact avec leurs actionnaires que dans les pays anglo-saxons. Celles qui portent un intérêt réel à la masse des petits porteurs et désirent satisfaire au mieux ses besoins d'information, doivent donc sans cesse chercher à mieux connaître l'importance, la composition et les préoccupations de leur actionnariat. Des enquêtes peuvent les y aider.

Pour aboutir à des résultats satisfaisants, l'action sur le grand public requiert également de la part des entreprises une saine conception et une bonne organisation de leurs relations publiques.

Encore rares sont les sociétés qui affectent une part de leur potentiel humain à ces relations. Bien souvent cette tâche est accomplie par le président lui-même, alors que ses occupations lui interdisent d'y consacrer un temps suffisant. En outre, l'exercice d'une telle fonction nécessite une tournure d'esprit particulière, qui réclame une formation préalable et la connaissance d'un langage approprié.

Parmi les entreprises qui pratiquent les relations publiques, certaines ont encore tendance à assimiler cette activité à la publicité. Or, si les méthodes peuvent quelquefois être comparables, les objectifs diffèrent, puisque la publicité a pour objet de faire vendre et les relations publiques de faire connaître et de communiquer. Un effort doit donc être fait pour bien distinguer les genres. Par contre, il semble qu'il y aurait avantage à ce que, dans certaines sociétés, les relations publiques ne soient pas limitées à l'information économique, ou qu'au moins une meilleure liaison soit établie avec la direction financière qui souvent diffuse sa propre information.

Quelle que soit la part qui en incombe aux entreprises, les progrès de l'information du grand public ne dépendent pas uniquement de leurs efforts. Ils sont également dus au travail de la presse. Celle-ci joue un rôle important, non seulement parce que pour leurs placements en valeur mobilière nombre d'épargnants donnent la préférence à l'information écrite, mais encore parce

que les journaux peuvent être le moyen de mettre à la portée du public les renseignements fournis par les sociétés et les compléter par d'autres informations et par des études comportant une appréciation et quelquefois des conseils.

Dans ce domaine, comme dans d'autres, des progrès notables sont constatés depuis quelques années. Deux exemples peuvent en être donnés : d'une part, les journaux parisiens de grande information ont sensiblement augmenté l'ampleur et la qualité de leurs rubriques financières, ce qui accroît l'impact de ce type d'information sur le grand public ; d'autre part, plusieurs journaux, spécialisés ou non, ont pris l'habitude, qui doit être vivement encouragée, de bien distinguer, en les publiant à des emplacements différents, les nouvelles et communiqués émanant des sociétés et les articles et informations provenant de la rédaction.

Bien entendu, les résultats de toutes ces actions ne se manifesteront que progressivement, l'aptitude de la grande masse des actionnaires à recevoir utilement de l'information financière étant encore fort limitée. Que cette tâche soit de longue haleine est une raison supplémentaire pour y consacrer sans tarder des efforts, en utilisant notamment la périodicité inhérente à l'information continue.

## B. — L'INFORMATION CONTINUE

Des trois aspects de l'action d'informer, l'information continue est la plus générale : aucune société ne peut y échapper. Même si son activité se poursuit sans incidents, et qu'elle ne cherche pas à solliciter l'épargne, toute société doit exposer une fois par an sa situation et ses perspectives et communiquer à intervalles plus rapprochés des indications partielles.

La permanence et l'absolue nécessité de ce type d'information expliquent qu'il soit défini avec précision par les textes. La Commission s'est efforcée de veiller à leur application. En observant les pratiques utilisées, dont les plus exemplaires dépassent l'exacte exécution de prescriptions juridiques, elle en est venue à dégager les lignes directrices que pourraient suivre les entreprises désireuses d'agir avec dynamisme dans ce domaine.

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

L'assemblée générale ordinaire annuelle a toujours eu en droit et conserve sous la loi de 1966 une place éminente dans la vie des sociétés. C'est elle

qui approuve les comptes et la gestion du conseil, nomme les administrateurs, désigne les commissaires aux comptes.

Pourtant, pour des raisons pratiques évidentes et inévitables, la participation directe des actionnaires y est très faible. Sauf dans des circonstances exceptionnelles, l'assemblée n'influe pas sur la direction de la société. Dans l'état actuel de notre droit, la réunion des actionnaires ne peut guère être plus qu'une occasion de les informer. Cette information est donnée en séance, si la société veut bien prendre les dispositions requises, mais surtout par le rapport qui est diffusé à l'occasion de l'assemblée.

Dans la plupart des cas, l'assemblée générale présente peu d'intérêt : devant une assistance clairsemée, composée en majeure partie des banquiers de l'entreprise, se déroule la lecture fastidieuse de documents. Aucune question importante n'est posée, aucune discussion ne s'engage, à moins que ne soient présents dans la salle des contestataires que l'on retrouve d'année en année et dans les assemblées d'autres sociétés.

Pour peu que la société le veuille, cette réunion peut être plus vivante. Les moyens employés à cet effet sont assez variés.

Pour obtenir une participation plus nombreuse et plus jeune, il ne faut pas attendre la fin du délai légal pour tenir l'assemblée, sinon celle-ci se trouve en concurrence avec les réunions toujours très nombreuses prévues au cours de la seconde quinzaine de juin. Par ailleurs, l'heure de convocation empêche pratiquement les personnes ayant une activité professionnelle d'y assister. Or, à la connaissance de la Commission, aucun effort n'a été tenté pour tenir les assemblées en dehors des heures ouvrables, soit après 20 heures, soit le samedi. De telles initiatives ne paraissent cependant pas irréalisables si on se rappelle que, dans un passé récent, une importante entreprise a demandé à ses cadres de se mettre le dimanche à la disposition des actionnaires et de répondre à leurs questions.

Certaines sociétés ont cherché à rendre l'assemblée générale plus attrayante, notamment en la faisant précéder d'un film sur l'entreprise, en illustrant la lecture des rapports par des projections de photographies ou de tableaux chiffrés ou en faisant suivre la réunion d'une visite d'usine.

Malgré l'intérêt de ces efforts, ils ne pourront jamais toucher qu'une minorité d'actionnaires. C'est pourquoi l'attention doit surtout être portée sur l'information de la grande masse des actionnaires qui ne peut assister à l'assemblée.

Pour permettre à l'actionnaire de se prononcer en connaissance de cause même lorsqu'il n'assiste pas à l'assemblée générale, les articles 133 et 135 du décret du 23 mars 1967 ont prévu l'envoi de documents qui sont assez nombreux.

Après une première année d'expérience en 1969, l'envoi de ces renseignements n'a pas, en 1970, soulevé de difficultés particulières qui aient été portées à la connaissance de la Commission. Mais si les sociétés se sont organisées pour

faire face aux exigences de la nouvelle réglementation, les actionnaires qui ont demandé l'envoi de tous les renseignements mis à leur disposition, sont restés une faible minorité. Quelques expériences ont montré que pour éveiller un plus large intérêt il était utile de faire précéder l'envoi des renseignements d'une conférence de presse au cours de laquelle sont présentés les résultats de l'exercice. Les questions posées par les journalistes et les réponses données par les dirigeants apportent à l'actionnaire les premières indications sur les éléments contenus dans son dossier et sur les principaux problèmes qui pourront être évoqués lors de l'assemblée.

En tout état de cause, l'information diffusée avant l'assemblée aura une efficacité accrue si l'attention des actionnaires n'est pas dispersée entre des documents multiples et se trouve concentrée sur une brochure unique, dont le type le plus élaboré est le rapport annuel, souvent aussi appelé plaquette lorsqu'il réunit le rapport du Conseil d'administration, les comptes et leurs annexes, les rapports des commissaires aux comptes et divers renseignements complémentaires choisis par la société. Ce document occupe une place centrale dans l'information sur une entreprise, car il est le seul à donner, de façon régulière, une vue d'ensemble de la situation de la société.

Dans son précédent rapport, la Commission, estimant que son envoi généralement tardif faisait perdre à la plaquette annuelle l'essentiel de son intérêt, avait déjà demandé aux sociétés de s'efforcer de l'imprimer et de la diffuser avant l'assemblée générale.

Cette recommandation a provoqué des réticences de la part d'un certain nombre de sociétés qui estiment que les délais d'impression et de mise en page ne leur permettent pas d'aller dans le sens souhaité. Cependant, les faits prouvent que ces difficultés peuvent être surmontées. Des sociétés importantes ont diffusé avant l'assemblée l'épreuve du rapport annuel à laquelle il ne manquait que les photographies et la polychromie. D'autres ont distribué les rapports annuels le jour même de l'assemblée. Enfin, certaines sociétés ont mis à la disposition de leurs actionnaires avant l'assemblée le rapport annuel dans une forme définitive très élaborée. Il s'avère donc qu'un tel envoi est possible, même pour des sociétés importantes. Compte tenu des différents délais requis, il exige simplement que tous les éléments qui constitueront la plaquette, rapports, comptes, tableaux annexes soient disponibles à la fin de mars ou au début d'avril. La Commission estime que cette politique doit être poursuivie, dans l'intérêt de l'entreprise à qui elle évite les doubles emplois, et dans celui de l'actionnaire qui est ainsi informé de façon plus complète et plus commode que par les documents réglementaires actuels et plus rapidement que par une plaquette diffusée souvent plusieurs mois après l'assemblée générale.

En 1970, la Commission a examiné systématiquement plus de 500 rapports de sociétés cotées et les a comparés à ceux de l'année précédente. Force est de constater que ces rapports demeurent en majorité aussi médiocres. Ils ne se distinguent d'une année sur l'autre que par quelques détails de présentation.

Les mêmes phrases se retrouvent chaque année, placées dans le même ordre. Les seuls renseignements chiffrés sont ceux exigés par la loi.

Heureusement, en 1970 à nouveau un certain nombre d'entreprises ont compris le danger d'une telle sclérose et sont venues rejoindre l'élite de la centaine de sociétés qui font de ce document un élément de leur politique. La presse se fait volontiers l'écho de ces efforts dont le couronnement est matérialisé par l'attribution du prix du meilleur rapport décerné par « La Vie Française ». Il est vrai que les entreprises qui désirent améliorer leur rapport annuel ne manquent pas de suggestions. La Fédération française des analystes financiers a indiqué quels étaient les nombreux renseignements que devait contenir le rapport idéal.

Entre les sociétés qui n'ont fait aucun progrès, et celles qui ont atteint le meilleur niveau international, plusieurs dizaines de sociétés ont fait, en 1970, un effort en ce qui concerne la présentation de l'activité, les organigrammes de groupe, la consolidation des comptes (bien que la progression sur ce point soit moins importante que l'année précédente), les références boursières, la variation des cours du titre faisant quelquefois l'objet de graphiques, le tableau des ressources et des emplois au cours des cinq derniers exercices. En revanche, certains vœux des analystes financiers ont été ignorés par la totalité des sociétés, notamment en ce qui concerne la structure du capital, qui est pourtant révélée de façon détaillée dans les notes d'information.

Quelques initiatives originales méritent d'être signalées : c'est ainsi que la Télémécanique électrique et Sogenin ont indiqué le calcul de l'impôt sur les sociétés, que la SAGEM a donné un graphique de l'évolution de la valeur ajoutée et la Compagnie des Compteurs l'évolution de la trésorerie.

Mais les modifications les plus radicales ont été apportées par la Compagnie Gervais-Danone qui, répudiant les formules traditionnelles, a exclusivement axé son rapport sur le groupe et passé sous silence la société-mère. Compte tenu des lacunes que présente en France l'information relative aux groupes, la Commission ne peut qu'apprécier cet effort fait pour donner une image plus complète de la structure et de l'activité d'un groupe. Néanmoins, la connaissance de la société-mère paraît également indispensable et il conviendrait que ses comptes soient reproduits dans la plaquette annuelle.

Les améliorations qui viennent d'être mentionnées ont intéressé essentiellement les spécialistes. Certaines sociétés ont néanmoins fait des efforts particuliers en faveur des petits porteurs. Elles ont essayé, par le jeu de graphiques, de bien mettre en relief l'évolution des différents secteurs de l'entreprise, du chiffre d'affaires, etc. Certaines ont publié des bilans simplifiés ou expliqués par des dessins. Quelques entreprises enfin ont saisi l'occasion du rapport annuel pour développer un thème particulier, en général d'ordre technique.

Tous ces efforts méritent d'être encouragés, mais il n'est pas sûr qu'ils soient toujours conciliables et qu'un document unique puisse satisfaire à la fois les deux publics auxquels est destiné le rapport annuel. En cherchant à

donner davantage de renseignements aux spécialistes, les sociétés se trouvent confrontées avec la difficulté de se faire comprendre de l'actionnaire moyen et devront sans doute envisager l'élaboration d'un second document, simplifié, destiné au petit porteur.

La Commission n'est pas hostile à une telle formule à condition que tout actionnaire puisse se procurer facilement le document intégral.

### **Les publications périodiques.**

L'information continue ne saurait se suffire d'un seul document annuel, que sa qualité même contribue à rendre parfois tardif. C'est pourquoi la réglementation a prévu la publication périodique d'indicateurs intermédiaires qui sont, soit trimestriellement le chiffre d'affaires, soit semestriellement une situation provisoire du bilan.

En outre, est prescrite la publication au *Bulletin des annonces légales obligatoires* des comptes annuels des sociétés cotées en bourse et de leurs principales filiales. Ainsi la consultation d'un seul périodique à caractère centralisateur permet à tous de prendre connaissance des principaux renseignements chiffrés concernant les sociétés.

Ces prescriptions, qui manquent sans doute de souplesse et laissent peu de marge de liberté aux sociétés qui y sont soumises, ont l'avantage de la simplicité et de la sécurité, tant pour les sociétés qui savent exactement ce qu'elles doivent publier et à quel moment, que pour les utilisateurs qui peuvent compter recevoir à date fixe les renseignements qu'ils attendent.

Ce mécanisme d'information automatique n'atteint toutefois son but que dans la mesure où les publications sont régulièrement effectuées et où leur contenu a une signification.

#### • *La régularité des publications.*

Par suite du jeu des admissions à la cote officielle et des radiations au cours de l'année 1969, le nombre des sociétés françaises cotées au 1<sup>er</sup> janvier 1970 s'élevait à 1.171 contre 1.412 au 1<sup>er</sup> janvier 1969.

Sur ce nombre, 82 avaient un bilan inférieur à 10 millions et 30 étaient en liquidation, de telle sorte que le contrôle de la Commission des opérations de bourse a porté sur :

— 1.059 sociétés en ce qui concerne les publications de comptes annuels ;

- 1.009 sociétés pour les chiffres d'affaires, les 50 banques inscrites étant dispensées de cette publication ;
- 960 sociétés pour les situations provisoires, les 49 compagnies d'assurances étant admises à cet égard, comme les banques, à un régime particulier.

Les tableaux qui suivent font apparaître dans quelle mesure les sociétés contrôlées (1) se sont acquittées de leurs obligations.

---

(1) Au cours de l'année 1970, le nombre des pages publiées par le *Bulletin des annonces légales obligatoires* a été de 10.728 contre 10.592 en 1969.

**TABLEAU I**  
**PUBLICATION DU CHIFFRE D'AFFAIRES \***

CHIFFRES D'AFFAIRES FAISANT L'OBJET DE LA PUBLICATION	1967	1968				1969				1970		
	4 <sup>e</sup> tr.	1 <sup>er</sup> tr.	2 <sup>e</sup> tr.	3 <sup>e</sup> tr.	4 <sup>e</sup> tr.	1 <sup>er</sup> tr.	2 <sup>e</sup> tr.	3 <sup>e</sup> tr.	4 <sup>e</sup> tr.	1 <sup>er</sup> tr.	2 <sup>e</sup> tr.	3 <sup>e</sup> tr.
Publication { Date limite . Année . . . . .	15/2 1968	15/5 1968	15/8 1968	15/11 1968	15/2 1969	15/5 1969	15/8 1969	15/11 1969	15/2 1970	15/5 1970	15/8 1970	15/11 1970
	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%
Dans le délai régle- mentaire (45 jours) (dont dans les 30 jours) . . . . .	73,4 (8,6)	89,3 (26,6)	39,6 (7,3)	88,7 (34,5)	88,2 (8,6)	86,2 (27,3)	90,9 (12,2)	87,7 (42,1)	90,1 (12,4)	92,1 (34,6)	74,8 (13,5)	76,7 (18,5)
Moins de 2 semaines après l'expiration du délai . . . . .	13,3	2	36	4,4	3,7	5,9	2,9	5,2	5,6	3,7	7,7	16
Plus de 2 semaines après l'expiration du délai . . . . .	8,9	3,9	18,1	2,3	3,9	3,5	3	2,5	3,4	1,9	13,8	4,4
Pas de publication .	4,4	4,8	6,3	4,6	4,2	4,4	3,2	4,6	0,9	2,3	3,7	2,9
	100 %	100 %	100 % (1)	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %

\* Pour l'établissement de ce tableau n'ont été retenues que les sociétés dont les dates d'exercice social coïncident avec celles de trimestres de l'année civile.

(1) Les retards exceptionnels de cette publication sont dus pour une grande part aux difficultés résultant des événements du printemps 1968.

**TABLEAU II**  
**PUBLICATION DES SITUATIONS PROVISOIRES DU BILAN \***

SITUATION PROVISOIRE FAISANT L'OBJET DE LA PUBLICATION	DEUXIEME SEMESTRE			PREMIER SEMESTRE		
	1967	1968	1969	1968	1969	1970
Publication ..... } Date limite ..... Année .....	30 avril			31 octobre		
	1968	1969	1970	1968	1969	1970
	%	%	%	%	%	%
Dans le délai réglementaire (4 mois) ... (dont dans les 3 mois) .....	68,8 (2,3)	81,6 (5,5)	86,9 (7,3)	86,2 (19,5)	91,1 (26,7)	93,5 (6)
Moins de 2 semaines après l'expiration du délai .....	10,3	2,5	5,2	11,5	1,6	1,7
Plus de 2 semaines après l'expiration du délai .....	1,5	7,1	2,6	0,7	3,7	1,3
Pas de publication .....	19,4	8,8	5,3	8,6	3,6	3,5
	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
* Pour l'établissement de ce tableau n'ont été retenues que les sociétés, autres que les banques inscrites et les compagnies d'assurances, dont l'exercice se termine le 30 juin ou le 31 décembre.						

**TABEAU III**  
**PUBLICATION DES BILANS ET AUTRES COMPTES ANNUELS\***

	En 1968	En 1969	En 1970
	Bilans au 31 décembre 1967	Bilans au 31 décembre 1968	Bilans au 31 décembre 1969
	%	%	%
Dans les délais (45 jours après l'assemblée générale ordinaire) . . . .	62,7	81,7	34,2
(dont moins de 15 jours après l'assemblée) . . . . .	(5,5)	(9,5)	(5,4)
Entre le 45 <sup>e</sup> jour et le 75 <sup>e</sup> jour après l'assemblée . . . . .	27,4	14,6	28,9
Plus de 75 jours après l'assemblée .	4,8	1,2	32,8
Pas de publication . . . . .	5,1	2,5	4,1
	100 %	100 %	100 %

\* Pour l'établissement de ce tableau, sont comprises les compagnies d'assurances et les banques inscrites.

Comme le montrent les tableaux, tous les chiffres de l'été ont été exceptionnellement et anormalement bas. Ils ne traduisent pas un relâchement des sociétés, mais sont la conséquence des difficultés qu'a connues en 1970 l'imprimerie des *Journaux officiels* à mettre en page des documents comptables non standardisés arrivant massivement à un moment d'encombrement et en période de congés annuels.

Les statistiques des autres périodes appellent les observations suivantes.

En matière de chiffre d'affaires, aucune amélioration ne peut être enregistrée pour 1970. Le respect du délai réglementaire par 90 % des sociétés, qui avait été atteint et semblait devoir constituer un plancher, n'a pas été maintenu. Il en est de même pour les publications du chiffre d'affaires dans le mois suivant la fin du trimestre ; le pourcentage obtenu pour le troisième trimestre 1969 n'a pas été — et de loin — répété au cours de 1970. Comme les deux années précédentes, les contrôles effectués par la Commission ont révélé que parmi les sociétés dont l'exercice ne se termine pas, comme la grande majorité, avec

un trimestre civil, les retards et défaillances sont encore plus nombreux puisqu'ils concernent respectivement 37 % et 9 % des entreprises en cause.

Pour les situations provisoires du bilan, par contre, des améliorations sensibles et continues sont enregistrées. On note toutefois la persistance de résultats moins favorables en ce qui concerne la publication des situations du deuxième semestre. Pour les sociétés, au nombre de 91, dont l'exercice ne se termine ni le 31 décembre ni le 30 juin, une amélioration a également été constatée par rapport aux années précédentes, bien qu'elle reste nettement en deçà de la grande majorité : 67 % des sociétés ont publié dans le délai réglementaire, dont 36 % dans les 3 mois ; 5 % ont été totalement défaillantes.

Les publications des comptes annuels des sociétés filiales non cotées soumises aux prescriptions de l'article 298 du décret du 23 mars 1967, ont été soumises pour la première fois à un contrôle annoncé dans le précédent rapport annuel. Une enquête préalable a tendu à déterminer parmi les entreprises dont la moitié au moins du capital est détenue par une ou plusieurs sociétés cotées celles dont le bilan dépasse 10 millions de francs ou dont le portefeuille a une valeur supérieure à un million de francs. La Commission a pu ainsi recenser 1.084 sociétés. Sur ce nombre 968 ont publié leurs comptes durant l'année 1970, soit 89,3 %. Malgré les progrès très sensibles réalisés dans la connaissance des sociétés concernées, les investigations de la Commission devront être poursuivies en 1971. En effet, 183 entreprises autres que les 1.084 précitées ont publié en 1970 leur bilan au *Bulletin des annonces légales obligatoires*. Parmi elles figurent des sociétés dont les titres sont négociés sur le marché hors cote et qui ont sans doute effectué cette publication spontanément dans le souci d'informer le public. Mais d'autres sont vraisemblablement des filiales encore mal connues d'une ou plusieurs sociétés cotées.

Pour expliquer le nombre des retards, qui se maintient à un niveau trop élevé, et celui des défaillances, qui paraît être irréductible, la Commission n'a pu que faire des constatations comparables à celles de l'année dernière : les défaillances et les retards relevés ne tiennent pas uniquement ni sans doute principalement aux difficultés rencontrées dans certains secteurs d'activité ou provoquées par l'éparpillement des divers centres d'exploitation des sociétés ; en effet, on trouve à peu près autant de sociétés ponctuelles et régulières quel que soit le secteur étudié et, dans un même secteur, quels que soient le degré de diversification de leur production et la dispersion géographique de leurs activités. Ce fait n'est, d'ailleurs, pas étonnant puisque toutes les sociétés doivent adresser à l'administration fiscale le montant de leur chiffre d'affaires mensuel au plus tard le 24<sup>e</sup> jour du mois suivant, et leurs comptes annuels dans les trois mois de la clôture de l'exercice. La publication du chiffre d'affaires dans les 45 jours et de la situation provisoire dans les quatre mois ne devrait donc pas, en principe, soulever de difficultés.

La ponctualité est étroitement liée à une organisation efficace des services administratifs et comptables ainsi qu'à la volonté des dirigeants de respecter la réglementation relative aux publications périodiques en prenant les mesures, et si besoin les sanctions, nécessaires pour en assurer l'application. Comme l'an

dernier, les causes de retard ou de défaillance, dans leur grande majorité, relèvent de circonstances apparemment fortuites : maladie, absence, oubli, changement de responsable, congés, perturbations diverses mais en fin de compte révélatrices le plus souvent d'une mauvaise organisation ou d'un défaut d'intérêt porté à la question. Du fait de cette situation ou de cet état d'esprit, les renseignements ne sont pas exigés avec rigueur pour être publiés en temps voulu ; chacun utilisant au maximum les délais impartis, la société s'expose à des retards pour peu que survienne le moindre incident dans les transmissions.

On souhaiterait que l'esprit d'émulation anime, dans ce domaine comme dans les autres, davantage d'entreprises et que le souci de publier des chiffres dès que possible, et plus tôt que les autres, manifeste la conscience qu'ont leurs dirigeants que la rapidité, mieux encore que la ponctualité, est une qualité de l'information et la marque de l'intérêt que l'on porte à ceux à qui elle est destinée. Bien que les publications périodiques exigent un travail assez mince et ne prennent que peu de temps, il est regrettable de constater que trop souvent elles sont uniquement considérées comme une formalité à accomplir parmi d'autres et que l'intérêt réel qu'elles ont pour l'information de l'actionnaire et du public est oublié.

Pour lutter contre les défaillances, et tendre à les éliminer, la Commission a mené deux actions.

Des sanctions pénales étant prévues pour réprimer l'inapplication des prescriptions réglementaires, la Commission a, en 1970, comme elle l'avait annoncé dans son précédent rapport, saisi les autorités judiciaires aux fins de poursuites pénales contre les dirigeants de deux sociétés ayant commis des infractions nombreuses aux règles régissant les publications périodiques obligatoires. D'autres demandes de poursuites pénales seront faites si, en dépit d'interventions répétées, des retards importants ou des défaillances habituelles sont relevés.

D'autre part, la Commission a décidé en cours d'année qu'elle porterait dorénavant à la connaissance du public les noms des sociétés qui, sans motif valable exposé avant l'échéance d'une publication, n'auront pas publié en temps utile leur chiffre d'affaires, leur situation provisoire ou leurs comptes annuels. Seront désormais régulièrement publiés dans le premier bulletin mensuel paraissant après l'échéance contrôlée, les noms des sociétés qui ont été défaillantes et pour lesquelles plusieurs retards ou manquements ont été constatés antérieurement. La presse a reproduit les indications que la Commission avait ainsi données en 1970.

- *Le contenu des publications.*

En ce qui concerne les chiffres publiés par les sociétés, la Commission n'a évidemment pas la possibilité matérielle de les contrôler elle-même ; elle ne peut, en règle générale, que faire confiance aux commissaires aux comptes, à qui incombe cette mission. En revanche, à partir des constatations qu'elle

est amenée à faire, des interventions auxquelles elle procède et des nombreux échanges de vues avec les spécialistes et les utilisateurs, la Commission est conduite à apporter des précisions et à faire des suggestions en vue de rendre les publications obligatoires plus utilisables, plus significatives et plus accessibles.

#### Le chiffre d'affaires.

Pour faciliter la tâche des sociétés et rendre comparables les renseignements qu'elles portent à la connaissance du public, la Commission avait adopté le 30 décembre 1969 une circulaire relative aux publications du chiffre d'affaires, qui a été analysée dans son précédent rapport.

Au cours de sa première année d'application, ce texte a eu pour principal effet de rendre les chiffres d'affaires plus comparables, leur contenu étant plus homogène et leur définition plus rigoureuse. Par contre, les recommandations relatives à la ventilation par branches, aux commentaires et surtout aux chiffres d'affaires consolidés, ont encore été peu suivies. Une étude portant sur la publication du chiffre d'affaires du troisième trimestre 1970 de six cent cinquante-cinq sociétés a montré que, parmi elles, seules cent quatre-vingt-deux ont donné une décomposition par branches d'activité et cent vingt et une ont publié des commentaires. Sur ces deux points, aucun progrès sensible pour l'ensemble des sociétés étudiées ne peut être constaté, ni par rapport à 1969 ni au cours de 1970.

Il y a lieu de regretter particulièrement la relative rareté des commentaires, souvent utiles pour expliquer des variations importantes et en indiquer la portée. Il semble que certaines sociétés craignent de s'engager au-delà de ce à quoi elles sont obligatoirement tenues et préfèrent laisser le lecteur libre d'interpréter les chiffres fournis de façon brute. Ce scrupule n'est souvent pas justifié, une explication pouvant être absolument nécessaire pour donner leur signification à des chiffres qui, seuls, risquent de conduire à des conclusions erronées.

L'objectif visé par la réglementation, qui est de donner à intervalles réguliers, en cours d'année, une vue de l'évolution de la marche des entreprises, a cependant été bien compris par certaines sociétés. Elles accompagnent, en effet, leur publication au *Bulletin des annonces légales obligatoires* d'un communiqué largement diffusé dans la presse ou même d'une lettre d'information aux actionnaires où l'indication du chiffre d'affaires n'est que le support de la présentation de l'évolution de leur activité. Assez souvent, ces entreprises ajoutent au chiffre d'affaires d'autres éléments d'appréciation et d'estimation plus significatifs, comme l'évolution du carnet de commandes ou des travaux en cours, les chiffres d'affaires des principales filiales ou la part du chiffre d'affaires à l'exportation, ou même le montant des investissements réalisés. Enfin, certaines envisagent de publier régulièrement des rapports intérimaires destinés à faire connaître les résultats acquis depuis le début de l'exercice et les perspectives pour la période suivante.

Seule une connaissance approfondie de l'activité et de la structure de chaque entreprise permet de déterminer si des précisions ou des compléments d'information sont nécessaires pour donner une image fidèle de son évolution. C'est donc à la société elle-même qu'il appartient de dépasser l'application stricte et formaliste des textes et de fournir les données caractéristiques indispensables à une information vraiment significative. Cette remarque vaut aussi pour les situations provisoires.

#### Les situations provisoires.

Ayant observé que de nombreuses sociétés publiaient des situations provisoires non significatives, la Commission avait, en 1969, consulté sur cette question l'ordre des experts-comptables et annoncé son intention, si celui-ci adoptait une recommandation, de s'en inspirer pour la préparation d'une circulaire parallèle à celle concernant le chiffre d'affaires.

Par décision de son conseil supérieur en date du 11 mars 1970, l'ordre des experts-comptables a adopté une recommandation qui pose les principes suivants.

« La situation provisoire du bilan arrêtée à la fin du premier semestre est établie suivant les mêmes méthodes et présentée sous la même forme que le bilan de fin d'exercice : elle fait apparaître le résultat net de la période. Les inscriptions aux différents postes et les évaluations sont donc effectuées selon les règles et définitions prévues aux articles 2 et 4 à 11 du décret du 28 octobre 1965, sauf dans les cas où il est dérogé expressément à ces règles (sociétés soumises à une réglementation spéciale, telles les banques). La qualification de « provisoire » attribuée à la situation provisoire du bilan arrêtée à la fin du premier semestre autorise cependant le recours à des procédures de nature à conduire à certaines approximations, tel l'abonnement des charges, et peut justifier l'absence de certaines opérations de vérification, tel le récolement des stocks. »

#### La recommandation ajoute :

« Chaque fois que le principe énoncé ci-dessus n'a pas été appliqué, la publication de commentaires est indispensable, de façon à permettre une appréciation correcte des informations contenues dans la situation provisoire. Cette situation fera, à tout le moins, apparaître un résultat avant amortissements, provisions et impôt sur les sociétés. »

Bien que des représentants du patronat aient participé à ses travaux préparatoires, cette recommandation a été peu suivie par les entreprises.

L'examen par les services de la Commission des situations provisoires du bilan arrêtées à la fin du premier semestre a, en effet, donné les résultats suivants. Un peu plus de 70 % d'entre elles ont été présentées dans la même forme que le bilan de fin d'exercice de l'année précédente, tandis que près

de 30 % l'étaient sous une forme simplifiée. Fait plus grave, en ce qui concerne leur contenu, 13 % font ressortir un résultat net, 14 % un résultat avant impôt sur les sociétés et 18 % un résultat brut ; dans 55 % des cas, le résultat publié n'a pas été qualifié.

L'utilité de la publication d'une situation effectuée dans de pareilles conditions et généralement sans aucun commentaire (83 % des cas) apparaît très douteuse. En effet, il ne s'agit plus d'une situation provisoire du bilan au sens comptable de ce dernier terme ; cette situation ne correspond pas davantage au but recherché par le législateur ni à la pratique suivie à l'étranger, qui est de donner en cours d'exercice un état du patrimoine et des résultats de la société qui puisse être rapproché de celui fourni six mois plus tôt et de celui qui apparaîtra six mois plus tard. Peu utilisable, ce document risque même d'abuser l'actionnaire sur sa portée. Pour ces différentes raisons, la Commission a renoncé à la publication d'une circulaire sur les situations provisoires du bilan et, en accord avec plusieurs organismes consultés, a proposé au Gouvernement au titre de la réforme des textes sur l'information, de substituer à ces documents des tableaux de résultats semestriels fournissant des informations plus homogènes.

#### Les comptes annuels.

Pour les publications au *Bulletin des annonces légales obligatoires* prescrites aux sociétés cotées et à certaines de leur filiales par le décret du 23 mars 1967, le bilan doit être présenté conformément au modèle prévu par le décret du 28 octobre 1965.

Des observations faites sur un échantillon de sociétés, il résulte que 65 % seulement des bilans publiés l'ont été conformément au modèle prévu par ce décret. Sur 35 % d'écarts par rapport au bilan-type, on a relevé 4 % seulement de cas où les motifs de modification étaient valables, 15 % d'écarts dont l'objet était d'apporter des précisions, qui auraient pu être données dans des notes au pied du bilan, enfin 16 % d'erreurs, de négligences ou d'errements anciens et non redressés. A ce dernier titre ont été notés des intitulés incomplets, des interversions dans les lignes de comptes ou encore l'adjonction de lignes supplémentaires pour indiquer les amortissements et les provisions, alors que la présentation-type prévoit à cet effet une colonne particulière. L'attention des commissaires aux comptes aurait dû être attirée par ces anomalies de présentation, même si certaines d'entre elles ne portaient pas à conséquence.

Pour le compte d'exploitation générale et pour le compte de pertes et profits, aucun modèle n'est imposé par la réglementation. Paradoxalement, ces documents sont, en général, présentés dans la forme prévue par les modèles de comptes fixés par l'administration fiscale et annexés au décret du 28 octobre 1965, sauf quelques rares exceptions, dues pour la plupart, soit à des soucis de précision, soit à des erreurs d'intitulé.

Ces diverses constatations amènent à penser que c'est le plus souvent par habitude et non par souci d'améliorer l'information que des sociétés en aussi grand nombre s'écartent, dans la présentation et la publication de leur bilan, du modèle fixé par le décret du 28 octobre 1965. Prévue par le décret du 23 mars 1967, une présentation normalisée ne peut avoir que des avantages pour les sociétés, qui n'ont ainsi qu'un type de bilan à établir, et pour les actionnaires et le public, qui peuvent comparer d'une société à l'autre des comptes présentés sous la même forme. La Commission ne peut donc qu'inciter fermement les sociétés à publier leurs comptes suivant la forme réglementaire, qui vient d'être modifiée par le décret n° 71-86 du 6 janvier 1971, étant entendu qu'un complément d'information, une précision, le détail d'une ligne de compte peuvent, chaque fois que cela est nécessaire, faire l'objet d'une note au pied du bilan ou du compte.

### *C. — L'INFORMATION A L'OCCASION DES OPERATIONS FINANCIERES*

Comparée à l'information continue, celle qui doit être donnée à l'occasion soit d'un appel public à l'épargne, soit d'une assemblée extraordinaire convoquée pour approuver une opération financière, présente la particularité de dépendre étroitement de la Commission des opérations de bourse, qui en a défini les modalités et exerce à son sujet un contrôle préalable.

L'ordonnance du 28 septembre 1967 a imposé aux sociétés, avant tout appel public à l'épargne et pour l'admission d'actions nouvelles en bourse, la publication d'une note d'information visée préalablement par la Commission. Celle-ci a été conduite à définir deux procédures distinctes : pour les appels à l'épargne, l'Instruction du 18 mars 1969 a fixé le schéma de note que les sociétés doivent établir ; pour les autres opérations, la Commission a estimé que l'information serait plus utilement donnée, non au moment de l'admission à la cote, comme le prévoit l'ordonnance, mais avant l'assemblée générale qui doit décider de l'émission des actions. Dans les deux cas, un contrôle préalable est effectué ; il se traduit par un visa dans le premier, par une approbation tacite dans le second.

#### **L'information à l'occasion des appels publics à l'épargne.**

Au cours de l'année 1970, la Commission a poursuivi son action en faveur de l'amélioration de la qualité des notes d'information soumises à son visa et s'est préoccupée davantage que les années précédentes des autres moyens utilisés par les entreprises à l'occasion de l'introduction de leurs titres en bourse ou d'une émission d'actions ou d'obligations.

• *Les notes d'information.*

L'année 1970 a été marquée par une augmentation du nombre des visas de notes d'information et de celui des dispenses, une amélioration de la qualité de ces notes et un effort pour accroître leur impact.

Visas et dispenses.

La Commission a donné, en 1970, deux cent soixante visas, qui se comparent comme suit à ceux des années précédentes :

**VISAS DE NOTES D'INFORMATION**

NATURE DES OPERATIONS	NOMBRE DE VISAS		
	1968	1969	1970
Introduction en bourse .....	23	17	24
Souscription d'actions en numéraire	82	91	114
Emprunt obligataire .....	37	45	42
Emission d'obligations convertibles	4	2	12 (1)
Admission à la cote d'actions d'apport .....	62	34	4
Admission à la cote d'obligations ..	—	7	9
Conversion d'obligations en actions	8	6	5
Offre publique d'achat ou d'échange	—	—	13 (2)
Constitution de société avec la procédure d'appel public à l'épargne	2	4	4
Constitution de SICAV .....	12	8	24
Autres opérations .....	6	16	9
<b>TOTAUX .....</b>	<b>236 (3)</b>	<b>230 (4)</b>	<b>260 (5)</b>

(1) Dont 11 émissions d'obligations convertibles à tout moment.  
 (2) Dont 7 offres publiques d'achat et 6 offres publiques d'échange.  
 (3) Dont 10 concernant des sociétés étrangères.  
 (4) Dont 12 concernant des sociétés étrangères.  
 (5) Dont 9 concernant des sociétés étrangères.

L'accroissement du nombre des notes en 1970 (+ 11,5 %), s'explique par l'abondance des constitutions de nouvelles SICAV, par l'apparition à la suite de la décision du 13 janvier 1970 de notes concernant les offres publiques d'achat ou d'échange, et surtout par la multiplication des appels à l'épargne par souscriptions d'actions ou émissions d'obligations convertibles. La raréfaction des notes publiées à l'occasion de l'admission à la cote d'actions d'apport résulte de la procédure rappelée au début de cette section, qui a entraîné des dispenses de notes d'information.

Les cent onze dispenses, accordées en pareil cas, sont la principale cause de l'augmentation du nombre des dispenses octroyées par la Commission qui, de cent quatre-vingt-onze en 1968 et trois cent trente-sept en 1969, est passé à quatre cent sept en 1970. Il se décompose de la façon suivante :

### DISPENSES DE NOTES D'INFORMATION

MOTIFS	DISPENSES ACCORDEES PAR LA COMMISSION	
	En 1969	En 1970
— Admission à la cote d'actions ou d'obligations lorsqu'une note a été établie et visée par la Commission, un an au plus auparavant, lors de l'émission des titres admis .....	120	135
— Admission à la cote d'actions attribuées à titre gratuit à la suite d'une augmentation de capital par incorporation de réserves ..	89	102
— Admission à la cote de valeurs émises par des sociétés étrangères à la suite d'attributions gratuites ou/et d'opérations diverses .	44	38
— Admission à la cote d'actions d'apport (lorsqu'une information suffisante a été donnée lors de l'assemblée générale extraordinaire ayant approuvé l'apport, ou que le nombre des titres émis est très faible) .....	72	111
— Admission à la cote d'actions provenant de la conversion de parts (lorsqu'une information suffisante a été donnée lors de l'assemblée générale extraordinaire ayant statué sur leur création) .....	3	2
— Admission à la cote d'actions émises en numéraire (lorsque la souscription a été réservée à un petit nombre de bénéficiaires et qu'une information suffisante a été donnée lors de l'assemblée générale extraordinaire ayant statué sur leur création) .....	2	9
— Admission à la cote d'obligations dont la souscription a été réservée à des sociétés d'assurances ou d'épargne et qui ont été émises par des établissements publics et des sociétés d'intérêt national faisant régulièrement appel public à l'épargne .....	—	2
— Admission à la cote de valeurs émises avant le 31 décembre 1967 (régime transitoire) ..	7	8
<b>Total</b> .....	<b>337</b>	<b>407</b>

### Le contenu des notes d'information.

Comme en 1969, la Commission des opérations de bourse a été associée à l'élaboration, par un groupe de travail de la Commission des communautés européennes, d'un schéma de prospectus européen applicable à toute admission à la cote officielle d'une bourse d'un Etat-membre de valeurs mobilières créées par un émetteur privé ou public. Un schéma particulier aux emprunts obligataires a été également établi. Ces schémas n'ayant pas encore été rendus applicables dans les pays de la Communauté, les modèles français arrêtés le 18 mars 1969 et les directives précisant leur utilisation ont continué à être appliqués sans modification.

La seule innovation introduite en 1970 concerne les offres publiques d'achat ou d'échange qui, en vertu de la nouvelle réglementation approuvée le 21 janvier 1970 par le Ministre de l'économie et des finances, doivent désormais donner lieu à l'établissement de notes d'information soumises au visa de la Commission des opérations de bourse. La décision générale de la Commission, relative à ces opérations, prévoit le visa de deux documents, l'un présenté par la société qui prend l'initiative de l'offre, l'autre par la société visée. Toutefois, si les conseils d'administration des sociétés concernées sont d'accord, un document d'information commun peut être soumis à la Commission. Les treize offres publiques d'achat ou d'échange lancées en 1970 ont toutes donné lieu à l'établissement d'une note conjointe comprenant dans tous les cas des renseignements sur l'offre (modalités, motifs, mode de financement, etc.), accompagnés de l'avis du conseil d'administration de la société visée, et la présentation de cette société et, dans le cas d'une offre publique d'échange, une partie supplémentaire consacrée à la présentation de la société qui a pris l'initiative d'offrir ses titres en échange. Dans ce dernier cas, la note conjointe réunit, en fait, deux notes d'information et forme ainsi un document assez important comportant souvent une soixantaine de pages.

En ce qui concerne les notes d'information relatives à d'autres opérations, la Commission a cherché surtout l'amélioration de leur qualité.

Un allègement sensible des renseignements de caractère général concernant la société dont les titres sont émis ou admis à la cote a été obtenu grâce à la suppression des indications, qui ne font que reproduire des dispositions légales ou réglementaires.

De nombreuses sociétés ont accepté d'abaisser de 10 % à 5 % le pourcentage du capital retenu pour caractériser les principaux actionnaires. Certaines ont été plus loin, en donnant le nom d'actionnaires possédant moins de 5 % du capital, en faisant apparaître les groupes financiers ou familiaux ou en apportant des renseignements complémentaires, tels que le nombre d'actionnaires nominatifs, le nombre d'actionnaires ayant souscrit à la dernière augmentation de capital, ou encore le pourcentage de capital détenu par le conseil d'administration. Les cas de ce genre sont toutefois encore rares, malgré l'intérêt que présente pour les investisseurs la connaissance de la structure détaillée du capital des sociétés.

Les entreprises ont donné des indications plus poussées sur leur direction et leur organisation en mentionnant dans de nombreux cas l'activité principale des administrateurs en dehors de leurs mandats, afin de faire apparaître à quel titre ils se trouvent au conseil et, plus rarement, en indiquant la répartition des fonctions entre les membres de l'équipe dirigeante, en traçant un organigramme des directions fonctionnelles et des départements opérationnels avec indication des responsables.

Grâce aux interventions de la Commission, les notes publiées en 1970 font généralement mieux ressortir les caractères dominants de l'activité en la replaçant dans le contexte économique, professionnel ou général, et en la situant par rapport à l'évolution de la société elle-même. La description comporte des indications sur l'appareil de production, les approvisionnements et les débouchés, les effectifs, la recherche, les investissements, le volume d'activité et le chiffre d'affaires ainsi que les orientations nouvelles ou à poursuivre. A cet égard, la publication du tableau des ressources et des emplois, ou tout au moins des dépenses d'investissements, pour les cinq derniers exercices, s'est largement développée. En revanche, les notes restent généralement muettes sur les difficultés que connaissent les activités en perte de vitesse, et, le cas échéant, sur les raisons de leur abandon.

Pour les entreprises dont le fonctionnement reste encore souvent mal connu du public, telles que les sociétés de crédit bail mobilier ou les sociétés immobilières pour le commerce et l'industrie (SICOMI), une description plus complète des mécanismes financiers et des procédures comptables a été obtenue. De même, les comptes relatifs aux associations en participation ont été mis en évidence à la demande de la Commission lorsque leur importance le justifiait.

Dans certaines notes d'information, les filiales et participations ont été regroupées par secteurs d'activité afin de faire apparaître en quoi elles prolongent les activités de la société-mère ou les complètent. Les organigrammes de groupe sont devenus plus fréquents. La Commission a vivement encouragé leur publication chaque fois que les renseignements relatifs aux principaux actionnaires ou aux filiales et participations ne suffisent pas à donner une idée claire de la réalité. Par contre, il est rare que soient indiquées les raisons d'être des diverses filiales, les motifs des prises de participation et les caractéristiques des partenaires au sein de ces participations.

En ce qui concerne les comptes, les sociétés qui fournissent spontanément des notes explicatives détaillées sont encore peu nombreuses. La Commission est intervenue souvent pour que celles qui paraissent indispensables soient insérées dans une note d'information. Son action a également tendu à faire respecter par les sociétés les règles du plan comptable. C'est ainsi que les comptes approuvés par les assemblées générales de plusieurs sociétés faisaient apparaître les dotations aux comptes d'amortissement au débit des comptes de pertes et profits. A la demande de la Commission, ces dotations ont été portées au débit des comptes d'exploitation générale et les comptes ainsi

rectifiés ont été publiés dans les notes d'information. Dans un autre cas, la provision pour impôt sur les sociétés, qui figurait parmi les provisions pour pertes et charges, a été reclassée dans les dettes à court terme.

Estimant que les principales affaires contentieuses ne devaient pas être ignorées des actionnaires et du public au moment d'une introduction en bourse ou d'une émission d'actions ou d'obligations, la Commission a demandé aux sociétés d'insérer dans leurs notes d'information une rubrique supplémentaire où elles doivent signaler les litiges importants ou indiquer qu'aucun procès ou litige susceptible d'affecter substantiellement leurs résultats ou leur situation financière n'est en cours.

En ce qui concerne, enfin, le but de l'opération motivant une note d'information, quelques progrès ont été obtenus, les sociétés liant plus étroitement les investissements prévus dans le cadre des orientations d'avenir et les moyens de financement parmi lesquels figure l'émission projetée. Il y aurait grand intérêt à ce que les sociétés précisent plus qu'elles ne l'ont fait jusqu'à maintenant les investissements faits récemment, en cours et prévus à moyen terme et, si possible, l'ensemble de leurs besoins, ainsi que les moyens financiers utilisés ou envisagés pour y faire face. On peut, en effet, penser que les personnes dont l'épargne est sollicitée voudront toujours mieux connaître, non seulement la situation des sociétés émettrices, mais encore la destination des capitaux appelés et la part de ceux-ci dans la réalisation des programmes d'investissement des entreprises.

Quant à la présentation matérielle des notes d'information, elle est dans de nombreux cas, en progrès. Toutefois, l'insertion de courbes, graphiques et organigrammes, quoique plus fréquente que dans les notes de 1968 et 1969, est encore peu pratiquée. Il est souhaitable qu'elle se développe. Enfin, sur le plan de la rédaction, on peut relever certains efforts pour rendre les renseignements plus accessibles à des lecteurs non spécialistes des problèmes industriels et financiers.

#### La diffusion des notes d'information.

Comme les deux années précédentes, le tirage des notes d'information en 1970 a été très variable. Il paraît influencé par l'importance des opérations en cause, la diffusion plus ou moins large des actions des sociétés dans le public, la politique d'information des entreprises, l'intensité de l'effort publicitaire jugé nécessaire par les banques chargées du placement des titres. Parmi les notes qui ont eu des tirages importants, on peut citer :

— Pour les augmentations de capital :

Ferodo (32.000), Châtillon-Commentry (40.000), Citroën (75.000), Financière de Paris et des Pays-Bas (85.000), Machines Bull (90.000).

- Pour les emprunts obligataires :  
B.S.N. (50.000), Ugine-Kuhlmann (60.000), Caisse centrale de crédit hôtelier, commercial et industriel (120.000), Crédit foncier de France (150.000), Crédit national (160.000).
- Pour les émissions d'obligations convertibles :  
Vallourec (32.000), Peugeot S.A. (50.000), Michelin (100.000).
- Pour les introductions en bourse :  
Publicis (13.000), Carrefour (19.000).
- Pour les offres publiques d'échange :  
Casino/Epargne (17.000), Le Nickel/Mokta (25.000), Schlumberger/Compagnie des Compteurs (75.000).

Si l'importance du tirage est un élément à prendre en considération, elle ne permet pas à elle seule de connaître la diffusion réelle d'une note d'information. Aussi, la Commission des opérations de bourse a-t-elle cherché à orienter partiellement cette diffusion et à en étudier les diverses modalités.

A partir d'avril 1970, la Commission a adressé aux sociétés, en même temps que la notification de son visa, une liste de personnes et organismes qui ont émis le souhait de recevoir, soit toutes les notes, soit celles établies par les sociétés appartenant à un secteur économique déterminé. Depuis lors, chaque note d'information est ainsi automatiquement adressée à des analystes, banques, établissements financiers, gérants de portefeuille, journalistes et organismes spécialisés, qui l'utilisent pour leurs études et pour conseiller les épargnants. Cet envoi direct, d'un coût limité puisqu'il ne porte que sur cent vingt exemplaires environ, permet de toucher rapidement un public averti, ce qui contribue à valoriser l'effort d'information fait par la société en rédigeant la note.

Quant aux autres destinataires des notes d'information ils restent imparfaitement connus. Plus difficile encore est d'apprécier l'influence que ces documents ont sur les décisions des investisseurs.

Certaines sociétés ont tenu à assurer une part importante de la diffusion des notes d'information. La Compagnie générale des Etablissements Michelin, profitant de la nominativité de ses titres, a adressé à ses 55.000 actionnaires les trois notes qu'elle a imprimées en 1970. D'autres sociétés ont diffusé elles-mêmes plus de 30 % de leurs notes d'information. La plupart envoient ce document à leurs actionnaires nominatifs et conservent à leur siège un stock pour faire face aux demandes qui pourraient leur être présentées. Certaines utilisent accessoirement la note pour se faire connaître de leur personnel, de leurs clients ou de leurs fournisseurs.

Les banques assurent, en général, l'essentiel de la diffusion. Les chefs de file de l'opération reçoivent le plus gros du contingent, qui en moyenne, semble être de l'ordre de 20 à 25 % des exemplaires imprimés. Une enquête portant sur 5 notes d'information a montré que le nombre moyen d'exemplaires adres-

sés à leurs succursales par les plus importantes banques de dépôt avait varié, suivant les établissements et suivant les opérations, entre 1 et 16. Chaque guichet permanent a donc, en principe, toujours reçu au moins un exemplaire de la note d'information. En fait, il n'est pas sûr qu'il en ait été ainsi dans tous les cas, car la répartition d'une même note entre les succursales de Paris et de la province a souvent été très variable suivant les établissements. Il semble, par ailleurs, que le total des notes d'information qui n'ont pas été diffusées soit de l'ordre de 10 %. Dans plusieurs cas ce pourcentage a été sensiblement dépassé, pouvant atteindre 35 % et même davantage dans certains établissements. Quant aux banques d'affaires ou à celles qui se sont transformées récemment en banques de dépôts mais disposent encore de peu de guichets, elles ont, sauf exception, demandé un nombre restreint de notes, ce qui dans certains cas, ne leur a sans doute pas permis de les distribuer à leur clientèle.

Pour leur part, les agents de change reçoivent de leur chambre syndicale des exemplaires des notes d'information et demandent directement aux sociétés ou aux banques chefs de file des contingents supplémentaires pour les opérations qui les intéressent particulièrement. Ils envoient généralement les notes à leurs clients les plus importants.

En ce qui concerne enfin l'impact des notes d'information auprès des épargnants, la Commission des opérations de bourse a demandé au Centre de recherches économiques sur l'épargne (C.R.E.P.) d'effectuer une enquête.

Les résultats de celle-ci ne sont pas encore complètement connus. Ils montrent toutefois que les personnes qui s'intéressent aux notes d'information et qui trouvent profit à leur lecture sont en grande majorité celles qui reçoivent ces documents à leur domicile. La proportion des interrogés qui les consultent au guichet d'une banque ne semble pas dépasser 4 %. Les deux tiers environ des lecteurs des notes d'information les estiment utiles ou très utiles tandis que 10 % n'y trouvent aucun intérêt. Quant aux observations faites sur la présentation des notes, les plus fréquentes sont les suivantes : le contenu est trop développé et il serait souhaitable de présenter un résumé, le texte devrait être illustré par des graphiques, le langage n'est pas toujours approprié. Enfin, les informations complémentaires les plus souhaitées par les épargnants concernent les précisions sur les perspectives d'avenir.

En fonction des conclusions définitives de l'enquête et des éléments recueillis auprès des analystes, des journalistes spécialisés, des gérants de portefeuille et des clubs d'investissement, la Commission pourra, s'il y a lieu, compléter ou modifier ses directives en matière de diffusion des notes d'information et apporter certains aménagements à leur contenu afin d'en accroître l'efficacité.

- *Les autres moyens d'information.*

La note d'information est, par sa conception et son contenu, directement assimilable par le spécialiste chargé de conseiller les placements des investisseurs. Mais sa lecture peut paraître difficile à beaucoup d'épargnants. C'est

pourquoi les sociétés cherchent généralement à toucher le grand public par des moyens qui lui sont plus accessibles. Ces moyens sont nombreux et sont utilisés plus ou moins largement suivant les sociétés, leur notoriété et le volume de leurs opérations.

En 1970, les campagnes publicitaires les plus importantes ont été effectuées pour le placement de leurs emprunts par les grands organismes de crédit spécialisés, la S.N.C.F. et les groupements destinés à faciliter le financement des entreprises d'un secteur économique. Certaines sociétés importantes y ont eu également recours soit lors d'une augmentation de capital, soit surtout lors de l'introduction de leurs titres à la cote officielle. Des campagnes d'information plus générales utilisant les affiches, la presse, la radio, la télévision, les conférences ont attiré l'attention du public sur une branche d'activité en même temps qu'elles montraient les avantages des souscriptions à certaines augmentations de capital. La campagne réalisée par les sociétés immobilières d'investissement illustre ce procédé :

- les annonces dans la presse destinées au grand public ont mis l'accent sur la sécurité du placement et la négociabilité des titres ; elles permettaient éventuellement de demander une documentation gratuite ;
- des articles ont été publiés dans des journaux professionnels et des brochures adressées, d'une part, aux spécialistes qui conseillent habituellement les épargnants, d'autre part, directement à certaines personnes qui, du fait de leur situation socio-professionnelle, paraissent les plus susceptibles de souscrire ;
- une campagne à la radio a repris les arguments de la campagne de presse avec répétition du slogan publicitaire ;
- enfin une publicité directe plus technique a été envoyée aux analystes financiers et aux conseils des investisseurs importants.

Un tel luxe de moyens n'est utilisé que rarement, mais dans tous les cas il importe que les documents et messages publicitaires dont l'objectif est de retenir l'attention, ne donnent pas, en la simplifiant à l'extrême, une image trop déformée de la réalité complexe du titre proposé. C'est pourquoi, quels que soient l'intérêt et l'impact indéniables des moyens audio-visuels, l'information écrite que l'on peut consulter à loisir et conserver, revêt, dans le domaine des valeurs mobilières, une particulière importance. Aussi, lorsque, à l'occasion d'une note d'information, une société prévoit la diffusion plus large d'une plaquette ou d'un prospectus publicitaire, la Commission demande-t-elle que ce document lui soit communiqué en même temps que la note.

Les plaquettes, qui présentent la société et son activité et éventuellement les avantages que procurent ses titres, ont été pour la plupart éditées à l'occasion de l'introduction des actions en bourse. Pour les augmentations de capital, les sociétés soucieuses de mettre à la disposition du public un document plus synthétique et moins détaillé que la note d'information ont, soit accompagné celle-ci d'une « jaquette » de 4 à 6 pages donnant les caractéristiques princi-

pales de l'opération et des indications rapides sur la société, son groupe, ses résultats, sa rentabilité, soit édité et diffusé plus largement un prospectus fournissant sous un format réduit des renseignements analogues. Une trentaine de sociétés ont eu recours à l'un ou l'autre de ces procédés qui permettent de mettre en évidence les caractéristiques les plus importantes d'un titre et de la société qui l'émet.

La Commission a elle-même reconnu dans l'instruction du 18 mars 1969 la légitimité de cette pratique. Afin que la note d'information constitue bien le document central que tout souscripteur éventuel doit pouvoir consulter, elle demande seulement que les plaquettes et prospectus fassent explicitement mention de l'existence de la note qui a reçu son visa et indiquent les moyens de se la procurer. Elle suggère, par ailleurs, aux sociétés de lier matériellement le bulletin de souscription au document simplifié afin que le souscripteur ne puisse s'engager sans avoir lu au moins ce dernier.

Plaquettes et prospectus ne sont encore diffusés que par un nombre réduit de sociétés. Dans la plupart des cas, le grand public a connaissance des appels à l'épargne essentiellement par la presse. Celle-ci joue donc un rôle important en annonçant les opérations et en mettant l'information sur les sociétés émettrices sous une forme facilement compréhensible pour l'épargnant moyen. Aussi, la Commission s'est-elle attachée à ce que les sociétés adressent la note d'information à tous les journalistes qui en font la demande afin que les renseignements de base soient les mêmes pour tous.

Dans un certain nombre de cas, la Commission a constaté que ce rôle d'informateur objectif était parfois moins apparent que celui d'auxiliaire des établissements chargés du placement des titres. Le désir de faire réussir une augmentation de capital ou une introduction en bourse entraîne malheureusement quelquefois une présentation erronée de l'information. Pour 1970, deux exemples peuvent être cités : l'augmentation de capital d'une grande société a fait l'objet de nombreux articles de presse sans qu'aucun d'eux indique les résultats défavorables de la principale filiale et les méthodes comptables pour le moins critiquables adoptées pour parvenir au résultat apparent ; lors de l'appel public à l'épargne d'une autre société, quelques articles ont mis l'accent sur la très importante progression du chiffre d'affaires, sans mentionner que celle-ci provenait, pour une grande part, de la politique d'absorption poursuivie par l'entreprise.

La loi du 23 décembre 1970 qui a modifié et complété l'ordonnance du 28 septembre 1967, a donné à la Commission dans ce domaine les moyens d'action qui lui faisaient défaut jusqu'alors.

Enfin, la Commission rappelle aux sociétés que tous les renseignements importants relatifs à une émission, une offre publique d'achat ou d'échange ou une introduction en bourse doivent figurer dans la note d'information. Il n'est donc pas admissible qu'une conférence de presse, une lettre aux actionnaires ou tout autre moyen soit l'occasion de diffuser des informations importantes que ne contiendrait pas la note. Si d'aventure les dirigeants d'une

société, notamment pour tenir compte des faits intervenus depuis le visa de la Commission, sont amenés à donner des renseignements complémentaires ou nouveaux, ceux-ci doivent être aussitôt reproduits dans des documents écrits abondamment diffusés.

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

La fréquence des apports partiels et des fusions et l'importance de leurs conséquences pour les actionnaires justifient qu'un effort particulier d'information soit effectué en temps utile, c'est-à-dire avant que les opérations n'aient été approuvées par une assemblée générale extraordinaire. C'est pourquoi, en mars 1969, la Commission a décidé de dispenser de l'établissement d'une note d'information au moment de la cotation des actions d'apport les sociétés qui auraient donné des informations suffisantes au moment même des opérations d'apport ou de fusion. Cette pratique s'est développée au cours du second semestre de 1969 et généralisée en 1970.

La Commission a, par ailleurs, incité les entreprises à donner une information équivalente à l'occasion d'autres opérations telles qu'une cession importante d'actif à une filiale, une modification profonde d'activité, la conversion de parts de fondateurs ou l'abandon du droit préférentiel de souscription à une augmentation de capital.

Elle a enfin cherché à préciser les principes qui doivent guider les sociétés désireuses de rendre l'information plus compréhensible pour un public qui ne perçoit pas toujours aisément les raisons et les conséquences des opérations proposées.

- *La pratique.*

Dans l'application qu'elle a faite de sa décision de 1969 rappelée ci-dessus, la Commission n'a pas imposé un cadre rigide aux sociétés mais s'est efforcée de les amener à adapter l'information à chaque cas particulier, afin que les actionnaires puissent réellement disposer de renseignements utiles pour se prononcer en connaissance de cause sur les opérations proposées.

Ce souci d'adaptation s'est, en premier lieu, manifesté dans la présentation des documents qui ont paru à la Commission pouvoir justifier une dispense de notes d'information. Sur 153 dossiers d'assemblées extraordinaires pour lesquels le principe d'une dispense a été retenu, 95 ont donné lieu à l'établissement d'un document d'information complémentaire annexé au rapport du conseil d'administration. Pour les autres, ce document n'a pas été exigé, l'information fournie par le rapport du conseil, celui des commissaires aux comptes et éventuellement le rapport du commissaire aux apports ayant paru suffisante. Dans certains cas, préalablement aux opérations, une lettre d'information largement

diffusée aux actionnaires et à la presse, ou encore une conférence de presse, ont semblé conformes aux exigences d'une bonne information.

En second lieu, la nature des informations a été adaptée à la diversité des situations dans lesquelles se trouvaient les sociétés et des opérations qu'elles voulaient réaliser : fusion totale ou apports partiels, nature similaire, complémentaire ou différente des activités des sociétés en cause, apports vraiment partiels ou embrassant la quasi-totalité de la substance de la société apporteuse, nature des apports (immeubles, titres, activités industrielles, etc.), indépendance de la société absorbée ou apporteuse ou appartenance de celle-ci au groupe de la société absorbante ou à un autre groupe, caractère fermé ou non de la société apporteuse, admission ou non de ses actions à la cote, etc. Le schéma théorique diffusé en mars 1969 a peu à peu servi seulement de référence générale. Compte tenu des caractéristiques de chaque cas, les sociétés ont recherché, avec l'aide des services de la Commission, les points qui pouvaient être allégés et ceux qui devaient être approfondis dans une vue d'amélioration de l'information globale.

Une attention particulière a été portée aux méthodes d'évaluation des apports et au mode de calcul des parités d'échange des titres. L'examen approfondi de cet aspect essentiel, conjugué avec plusieurs enquêtes faites auprès des commissaires aux apports et des commissaires aux comptes, a permis d'obtenir dans la plupart des cas une présentation claire et apparemment complète des critères retenus et des méthodes appliquées. Il ne faut pas se dissimuler néanmoins que, du fait de l'indétermination des critères les meilleurs et de la très grande diversité des situations, l'objectif d'information claire et complète qui est recherché n'est pas toujours atteint.

On peut, par ailleurs, enregistrer une certaine amélioration de la qualité et de la précision des informations données sur les motifs de l'opération et sur ses conséquences attendues. Cependant, dans plusieurs cas, les motifs invoqués ne sont pas toujours les principaux. Certaines opérations d'apport ont eu notamment pour objectif inavoué de permettre la consolidation de la majorité présente au conseil d'administration. Par ailleurs, nombre de sociétés restent encore très vagues ou trop elliptiques sur leurs projets, les modifications probables de leurs structures et de leurs activités, sur leur développement prévisible et les nouvelles orientations envisagées. Il est vrai que, dans le cas d'opérations très importantes et complexes, les informations sur ce dernier point ne peuvent être précisées que progressivement, au fur et à mesure que s'édifient les nouvelles structures du groupe.

L'information a pu s'avérer insuffisante ou mal adaptée chaque fois qu'une série d'opérations profondément liées entre elles faisaient l'objet de décisions et de documents fractionnés. C'est pourquoi la Commission ne peut que se féliciter des initiatives prises par certaines sociétés qui ont réuni en un seul document les informations destinées à des assemblées distinctes.

En définitive, la Commission a vu en 1970 s'améliorer l'information fournie par les sociétés lors des assemblées générales extraordinaires. Mais des progrès

peuvent encore être réalisés et l'effort doit être poursuivi. Aussi la Commission estime-t-elle opportun de faire quelques recommandations en ce domaine.

• *Les principes.*

Si l'actionnaire appelé à se prononcer sur une opération telle qu'une fusion, un apport partiel d'actif ou une augmentation de capital avec abandon de son droit préférentiel de souscription doit disposer de renseignements suffisants sur la société qui va être absorbée, sur les apports ou sur les personnes physiques ou morales auxquelles sera réservée la souscription, il est essentiel que l'information qui lui est destinée lui fournisse des réponses aux autres questions qu'il se pose. A cette fin, la Commission recommande qu'un effort particulier soit fait pour exposer clairement les motifs de l'opération, pour justifier le mieux possible ses modalités et pour préciser ses conséquences tant au niveau du titre qu'à celui de l'entreprise.

Ces renseignements, qui sont indispensables pour permettre de comprendre l'opération et de porter un jugement sur elle, peuvent être rassemblés dans un document d'information annexé au rapport du conseil d'administration et ils peuvent être aussi inclus dans les rapports du conseil d'administration et des commissaires aux comptes. Il appartient au conseil de décrire l'opération, d'en donner les motifs et d'en exposer les principales conséquences. Aux commissaires revient le soin d'expliquer le plus simplement possible les modalités de l'opération et de donner sur elles leur opinion. Dans le cas d'opérations complexes où, par exemple, la détermination de la parité d'échange des titres nécessite des développements assez importants, deux formules peuvent être envisagées : ou bien un rapport très complet des commissaires aux comptes et un résumé de celui-ci donné dans un document annexe, ou bien un rapport plus bref et la possibilité offerte aux actionnaires qui désirent des renseignements complémentaires d'obtenir de la société, sur simple demande écrite, l'envoi du rapport détaillé des commissaires.

Conformément au principe retenu pour les assemblées générales ordinaires et afin que les actionnaires puissent disposer d'une façon commode de la totalité des renseignements qui leur sont destinés, la Commission recommande que les rapports et annexes soient réunis dans un document unique et que celui-ci fasse l'objet d'une diffusion suffisante avant l'assemblée.

En outre, la Commission souhaite qu'un document d'information soit établi et distribué lorsqu'une émission d'actions réservée à certains actionnaires aboutit en fait, par l'intermédiaire des souscripteurs qui cèdent peu à peu leurs titres, à un véritable appel public à l'épargne, ou lorsque des apports très importants faits à une société cotée transforment complètement sa taille sinon son activité et ont, en fait, pour résultat l'introduction déguisée à la cote officielle d'une valeur nouvelle.

Enfin, pour acquérir une connaissance approfondie des données relatives aux dossiers qui sont soumis à l'examen de la Commission, ses services seront

amenés à prendre contact, plus souvent que par le passé, avec les commissaires aux comptes des sociétés concernées, les commissaires aux apports et les experts commis pour l'étude des opérations.

#### D. — L'INFORMATION OCCASIONNELLE

Comme elle l'avait annoncé dans son second rapport annuel, la Commission des opérations de bourse a entrepris, en 1970, un effort particulier pour sensibiliser les sociétés à l'importance de l'information occasionnelle, celle qui porte à la connaissance du public tout événement de la vie de l'entreprise susceptible d'avoir une répercussion sur les cours de bourse, aussitôt que le secret n'est plus indispensable ou dès qu'apparaît le risque de voir un petit nombre tirer avantage de renseignements jusque là confidentiels.

Cette forme d'information spontanée est la moins facile, peut-être, mais aussi la plus riche en promesse d'avenir pour le développement du marché financier et une meilleure appréciation des sociétés qui y ont recours.

La Commission des opérations de bourse a entrepris deux actions dans ce domaine. Elle a tout d'abord procédé à un effort de réflexion et de définition. En liaison avec des représentants qualifiés des entreprises et en tenant compte des exemples étrangers, elle a élaboré une note où sont formulées les règles pratiques qu'elle recommande d'appliquer en la matière. Cette brochure, éditée en septembre 1970, a été largement diffusée. Elle a été notamment envoyée à toutes les sociétés cotées, aux agents de change, aux banques et aux personnes qui s'intéressent au bon fonctionnement du marché. La Commission a, en outre, développé les interventions concrètes en vue de l'application de ces principes.

##### **Les principes.**

L'égalité devant l'information constitue la base même de la confiance nécessaire pour retenir les petits porteurs et attirer une clientèle nouvelle à la bourse. Or cette égalité ne peut pas être obtenue par la seule application de dispositions réglementaires relatives à la publication par les sociétés de leurs comptes et de leurs chiffres d'affaires. L'information continue, assurée par les publications périodiques et la tenue des assemblées générales ordinaires, de même que l'information spéciale fournie à l'occasion d'opérations financières particulières, n'y suffisent pas. Il faut y ajouter l'information occasionnelle.

Bien des exemples peuvent être évoqués de situations dans lesquelles des faits, favorables ou défavorables, de nature à provoquer une modification de l'appréciation portée sur un titre, sont connus de certains avant d'avoir fait l'objet d'une communication publique. Il existe alors une période trouble qui, à la faveur de l'anonymat des opérations boursières, permet des transactions dolosives entre des parties dont les situations sont profondément inégales. Celui qui ne sait pas encore prend une décision influencée par l'incertitude de toute anticipation complexe, tandis que celui qui sait déjà opère sans risque.

La règle d'or en matière d'information occasionnelle est que tout événement susceptible d'avoir une répercussion sur le cours du titre doit devenir totalement public dès qu'il ne doit ou ne peut plus rester complètement secret.

Le caractère total de la publicité s'applique à l'étendue du public à informer. Il n'englobe pas nécessairement l'étendue des faits à révéler, car il peut y avoir contradiction entre la rapidité et la précision de l'information.

Devant connaître mieux que quiconque la réalité et les implications des faits concernant leur entreprise, les dirigeants sont seuls à même de sélectionner ceux qu'il convient de rendre publics et de déterminer les conditions de temps et de forme les plus appropriées pour les faire connaître.

Cela suppose toutefois qu'ils aient effectivement réussi à en garder la maîtrise. Tel n'est pas le cas lorsque l'information a filtré. On s'en aperçoit de la façon la plus simple, soit que la presse en fasse état de façon plus ou moins complète ou exacte, soit que le cours du titre se mette à monter ou à fléchir fortement. La société, alors, n'a plus le choix. L'information doit devenir publique immédiatement.

C'est aux entreprises qu'il appartient de choisir, sous leur responsabilité, les moyens qu'elles estiment les plus appropriés pour porter cette information à la connaissance du public. Une communication à la presse, une réunion d'information, un communiqué peuvent apparaître tour à tour les plus expédients. Le choix des supports doit permettre de toucher rapidement un vaste public.

Quels que soient les moyens retenus, l'information occasionnelle, pour atteindre son objectif, doit réunir plusieurs qualités.

Elle doit être officielle ; le public doit savoir que l'information vient de la société. Il convient d'abandonner la pratique trop fréquente consistant à faire filtrer l'information grâce à des indiscrétions calculées confiées à quelques journalistes ou à certains professionnels. Cette méthode favorise en effet les spécialistes, qui sont mieux que d'autres en mesure d'apprécier le sérieux de la source et la vraisemblance du renseignement.

L'information doit être exacte, établie avec soin et vérifiée avant diffusion pour éviter de donner à l'événement rapporté une dimension autre que celle

qu'il a réellement ou de suggérer des conclusions fausses à partir de faits exacts. L'information communique les faits et, toutes les fois que cela est nécessaire, les commentaires qui permettent de les interpréter.

Elle doit être objective et ne pas viser d'autre résultat que de fournir au public les éléments nécessaires pour se faire une opinion et en tirer les conclusions sur le plan boursier. Sans se départir de la prudence dans bien des cas nécessaire, les chefs d'entreprise doivent être conscients qu'une information correcte exige le respect de la liberté des utilisateurs.

### **L'application en 1970.**

Tant pour sensibiliser les sociétés à la nécessité de l'information occasionnelle que pour les amener à appliquer les principes qui viennent d'être rappelés, la publication en septembre 1970 de la brochure de la Commission a été incontestablement utile.

Certes, auparavant, des progrès avaient déjà été réalisés et des entreprises, spontanément, avaient publié des communiqués pour renseigner l'ensemble du public. On peut citer à ce titre, une société qui, sans attendre la tenue de l'assemblée générale avait informé ses actionnaires que des nouveaux partenaires sociaux étaient venus s'adjoindre à eux. Une autre avait volontairement différé une augmentation de capital prévue jusqu'à ce qu'elle ait pu donner au public des renseignements sur une restructuration importante qui pouvait conditionner ses résultats.

Des attitudes semblables étaient toutefois peu courantes, et émanaient dans la plupart des cas, soit de sociétés qui, du fait de l'absence d'information diffusée par elles en d'autres circonstances, avaient encouru des reproches de la part de la Commission, soit d'entreprises qui, dans un passé plus ou moins récent, avaient eu à tenir compte des réactions de l'opinion publique. Bien souvent, les efforts de la Commission pour promouvoir l'information occasionnelle se heurtaient à l'incompréhension des dirigeants avec lesquels elle entrait en contact.

Après la diffusion de sa brochure, la Commission a pu déceler un changement notable dans l'attitude des sociétés qui ne pourra sans doute être pleinement apprécié que dans le courant de l'année 1971.

Néanmoins, le fait qu'un certain nombre de présidents aient écrit à la Commission pour la féliciter de son initiative et que plus de 120 d'entre eux aient désigné avant la fin de 1970 un responsable de l'information, permet de penser qu'il y a eu une prise de conscience du problème.

Les sociétés sont en la matière stimulées par les interventions des services de la Commission. Celles-ci, qui en 1970 se sont chiffrées par plusieurs cen-

taines, sont en général motivées soit par une modification non expliquée des cours ou du volume des transactions pendant une semaine ou un mois considéré, soit par certaines nouvelles dont la presse se fait l'écho, soit par des rumeurs qui circulent en bourse ou ailleurs sur une entreprise.

Dans tous les cas significatifs, la Commission intervient auprès des dirigeants qui, suivant les cas, avouent leur ignorance des faits qui ont provoqué les mouvements de cours ou motivé les rumeurs, ou publient un communiqué permettant d'éclairer la situation. Parfois l'action de la Commission débouche sur une enquête pour connaître l'origine des ordres de bourse.

Sans renoncer à son droit d'informer directement le public lorsqu'une société ne le fait pas elle-même ou le fait de façon insuffisante ou tendancieuse, la Commission s'est avant tout attachée à développer son rôle de conseil auprès des dirigeants d'entreprise. Nombreuses sont désormais les sociétés qui, préalablement à toutes mesures de publicité, viennent la consulter. Les contacts les plus fréquents sont motivés par des projets de fusion et l'opportunité de divulguer la parité d'échange envisagée. Si certaines sociétés sont encore réticentes à cet égard, d'autres prennent spontanément les dispositions nécessaires pour rendre publique cette parité dès que les conseils d'administration en ont été informés. L'évolution des résultats donne également lieu à des entretiens fréquents.

Parallèlement des sociétés en nombre croissant établissent avec les spécialistes et les journalistes des contacts réguliers. Ainsi peut s'instaurer un climat de confiance nécessaire à la compréhension réciproque et s'édifier un réseau de correspondants qui facilite, le moment venu, la transmission rapide et efficace de l'information occasionnelle.

#### E. — LA RÉFORME DES TEXTES SUR L'INFORMATION

Ayant constaté dans l'accomplissement de sa mission que les dispositions législatives et réglementaires relatives à l'information des actionnaires et du public pouvaient être améliorées et dans certains cas simplifiées, la Commission des opérations de bourse avait annoncé dans son second rapport annuel son intention de saisir le Gouvernement de propositions de réforme des textes existants, comme l'y invite l'article 4 de l'ordonnance du 28 septembre 1967.

Une procédure comportant de larges consultations a été suivie. A sa demande, la Commission a, en juin et juillet 1970, reçu les suggestions de quelques présidents de sociétés et de neuf organismes spécialement intéressés par cette question : le Conseil national du patronat français, l'Association des grandes entreprises françaises faisant appel à l'épargne, l'Association nationale

des sociétés par actions, l'Association professionnelle des banques, le Conseil supérieur de l'Ordre des experts-comptables et des comptables agréés, la Fédération des associations de commissaires de sociétés, la Société française des analystes financiers, la Compagnie des agents de change et le Centre national d'information pour la productivité des entreprises.

Après étude de ces suggestions et consultation de spécialistes et praticiens très qualifiés, il s'est avéré que l'opinion de la Commission relative à l'opportunité d'apporter des modifications à la réglementation actuelle était largement partagée et qu'il était possible de présenter au Gouvernement une série de propositions de nature à améliorer sensiblement la situation actuelle, sans mettre en cause les grands principes de la nouvelle législation des sociétés commerciales.

Adoptées par la Commission le 15 décembre 1970, ces propositions, qui font l'objet d'un projet de loi et de deux projets de décret, ont été transmises par elle au Garde des Sceaux, Ministre de la justice et au Ministre de l'économie et des finances. Si les aménagements proposés étaient admis, ils entraîneraient, du fait de l'imbrication des dispositions légales et réglementaires, la modification de 11 articles de loi et de 40 articles de décret.

La réforme proposée tend à rendre l'information des actionnaires et du public plus rapide et plus étendue tout en allégeant certaines des formalités imposées aux sociétés.

### **Accélération de l'information.**

Actuellement, les comptes annuels des sociétés cotées sont publiés au *Bulletin des annonces légales obligatoires* dans les quarante-cinq jours qui suivent l'assemblée générale. Du fait de son caractère tardif cette publication perd beaucoup de son intérêt. Il paraît possible d'accélérer l'information en prescrivant la publication des comptes quinze jours au moins avant l'assemblée générale. Dans le cas, très hypothétique où cette dernière refuserait l'approbation des comptes ou les modifierait, une publication supplémentaire serait faite.

Dans le même esprit, la Commission a proposé une modification de l'article 135 du décret du 23 mars 1967 en vue de compléter les informations que les sociétés sont déjà tenues d'envoyer aux actionnaires qui en font la demande et de les réunir en un document unique. Ainsi la « plaquette » annuelle qui contient les rapports du conseil d'administration et des commissaires aux comptes, le bilan, les comptes d'exploitation et de pertes et profits et différentes annexes, et que beaucoup de sociétés diffusent actuellement à l'automne, serait mise à la disposition des actionnaires avant l'assemblée générale. Ce changement imposerait au début un certain effort aux entreprises, mais il aurait l'avantage de mettre, pour la rapidité de la diffusion de la plaquette,

les sociétés françaises à égalité avec les grandes firmes étrangères, de leur éviter des envois successifs des mêmes documents sous des formes diverses et de communiquer aux actionnaires des informations plus commodes à consulter et donc plus exploitables.

Outre leurs comptes annuels, les sociétés cotées doivent publier au *Bulletin des annonces légales obligatoires* dans les quatre mois qui suivent chacun des semestres de l'exercice une situation provisoire du bilan arrêtée au terme du semestre écoulé. L'expérience ayant montré que beaucoup de ces situations ne faisaient pas apparaître un résultat net et donnaient une image inexacte du patrimoine de la société parce qu'elles étaient établies avant amortissements et provisions, il est apparu à plusieurs organismes consultés plus conforme aux possibilités actuelles des entreprises de remplacer la situation provisoire du bilan par un tableau des résultats du semestre. La Commission a proposé que ce tableau soit publié dans les trois mois qui suivent chaque semestre, c'est-à-dire avec une avance d'un mois par rapport à la situation provisoire actuelle.

### **Extension de l'information.**

Pour rendre les titres des sociétés françaises plus attractifs, il ne suffit pas que celles-ci publient ou diffusent plus rapidement les documents qu'elles portent déjà à la connaissance des actionnaires, il faut encore que le contenu de ces documents soit plus complet, que le nombre des sociétés soumises aux publications soit accru et que le public puisse bénéficier plus facilement de ces informations.

En ce qui concerne le contenu des publications, la Commission a proposé que soit prescrite à toutes les sociétés cotées qui sont à la tête d'un groupe et pas seulement à celles qui procéderont à un appel public à l'épargne, la présentation de comptes consolidés pour tous les exercices clos postérieurement au 1<sup>er</sup> janvier 1971. Ce progrès paraît indispensable, tant sur le plan interne pour permettre une bonne appréciation de la valeur des titres des entreprises en cause que sur le plan international où la présentation de comptes consolidés est exigée par tous les investisseurs étrangers.

De même, il semble opportun que les sociétés de ce type publient pour chaque trimestre, en plus de leur chiffre d'affaires propre, le chiffre d'affaires consolidé de leur groupe.

En revanche, la Commission a estimé préférable d'attendre que la publication de résultats trimestriels — pratiquée par la plupart des grandes firmes étrangères — soit devenue plus fréquente en France, pour demander qu'elle soit prescrite aux sociétés les plus importantes, puis à toutes les sociétés cotées.

En ce qui concerne les sociétés soumises à publication, seules sont actuellement astreintes à publier leurs comptes annuels, des situations provisoires semestrielles et des chiffres d'affaires trimestriels les sociétés cotées dont le bilan dépasse 10 millions de francs. Il a été proposé qu'à la faveur de la réforme des textes, le régime particulier des sociétés cotées ne remplissant pas cette condition soit supprimé. Cette simplification de la réglementation n'entraînerait que peu de conséquences pratiques, car le nombre de ces sociétés n'atteindra guère qu'une ou deux dizaines à la fin de l'année en cours.

Par ailleurs, il existe des sociétés dont les actions font, sur le marché hors cote, l'objet de transactions fréquentes, sensiblement plus larges que celles de nombreux titres cotés. Ces sociétés souhaitent parfois ne pas être admises à la cote. Plutôt que de les inscrire d'autorité, il serait plus simple de satisfaire les besoins d'information de leurs actionnaires en leur étendant les obligations de publicité des sociétés cotées. Cette possibilité d'extension pourrait être confiée à la Commission des opérations de bourse, qui agirait cas par cas.

En ce qui concerne la diffusion de l'information, les actionnaires peuvent seuls, dans la réglementation actuelle, exiger d'une société l'envoi ou la communication des documents qui constituent la plaquette annuelle. Or, dans une société cotée dont tout épargnant peut d'un jour à l'autre, par un simple ordre de bourse, devenir actionnaire ou cesser de l'être, la distinction en matière d'information entre l'actionnaire et le public — valable dans les sociétés fermées — n'a guère de raison d'être et ne peut que nuire à la diffusion des valeurs mobilières. La Commission a donc proposé que, comme cela est déjà prévu pour les compagnies d'assurances, toute société cotée soit tenue de remettre ou d'envoyer la plaquette annuelle aux personnes qui lui en font la demande, qu'elles soient ou non actionnaires. Certains renseignements continueraient à ne profiter qu'aux seuls actionnaires ; il s'agit de ceux qui peuvent être obtenus au siège de la société : liste des actionnaires, inventaire, sommes versées aux 5 ou 10 personnes les mieux rémunérées.

Par ailleurs, il apparaît depuis longtemps que la publication dans un journal d'annonces légales des avis relatifs aux assemblées générales et aux augmentations de capital des sociétés faisant publiquement appel à l'épargne n'est généralement pas un moyen pratique d'informer les actionnaires en raison du caractère souvent spécialisé ou du faible tirage de certains des journaux en cause. C'est pourquoi la Commission, retenant la suggestion de certains organismes, a proposé que ces avis soient à l'avenir publiés dans un journal de grande information de la région du siège social.

### **Simplification des textes et allègement des formalités imposées aux sociétés.**

A l'expérience, la loi du 14 juillet 1966 et le décret du 23 mars 1967 sur les sociétés commerciales ont laissé voir quelques imperfections. Par ailleurs, certaines dispositions de cette législation peuvent être supprimées depuis que

l'ordonnance du 28 septembre 1967 a institué la Commission des opérations de bourse et exigé pour toute émission publique de valeurs mobilières l'impression d'un document d'information. C'est pourquoi la Commission a estimé que plusieurs allègements et simplifications étaient possibles sans qu'il en résulte une régression de l'information ou de la protection des actionnaires.

Un premier allègement, vivement souhaité par les entreprises, serait de ne plus soumettre les sociétés qui ont émis un emprunt obligataire mais dont les actions ne sont pas diffusées dans le public, aux obligations imposées aux sociétés faisant publiquement appel à l'épargne, notamment aux formalités de publicité exigées de ces dernières pour la convocation de leurs assemblées générales et pour leurs augmentations de capital.

Pour les sociétés dont les actions sont diffusées dans le public, des allègements ont été proposés en ce qui concerne tant la convocation et la tenue des assemblées générales que certains documents envoyés aux actionnaires à cette occasion.

Moyennant un aménagement des délais, l'avis de réunion et l'avis de convocation actuellement exigés pourraient sans inconvénients être fusionnés, une publication complémentaire n'intervenant que dans le cas, exceptionnel, où un groupe d'actionnaires dépose des projets de résolution. Dans le même sens, en cas de seconde convocation, le contenu du nouvel avis pourrait être allégé.

En ce qui concerne les documents adressés aux actionnaires avant l'assemblée, il paraît possible, lorsque des pouvoirs sont sollicités, de ne joindre aux formules de procuration que le texte des projets de résolution et de supprimer l'envoi obligatoire d'informations sur la marche et les résultats de la société (art. 133 du décret du 23 mars 1967), les actionnaires que ces renseignements intéressent pouvant les demander comme actuellement (art. 135), ce qui aurait l'avantage de supprimer les doubles emplois existant entre les envois prévus par ces deux articles.

La tenue même de l'assemblée serait rendue plus vivante si l'obligation de lecture intégrale du rapport du conseil d'administration et des rapports des commissaires aux comptes pouvait être supprimée lorsque ces rapports sont distribués aux actionnaires avant l'assemblée.

Certaines dispositions de l'ordonnance du 28 septembre 1967 et le rôle confié à la Commission des opérations de bourse par ce texte permettent, par ailleurs, des simplifications que les auteurs du décret du 23 mars 1967 n'avaient pu prévoir.

D'une part, la diffusion obligatoire depuis le 1<sup>er</sup> janvier 1968 d'une note d'information en cas d'émission ou d'introduction sur le marché de valeurs mobilières françaises ou étrangères, devrait avoir pour conséquence un allègement des formalités de publicité. En particulier, les notices au *Bulletin des annonces obligatoires* pourraient être moins développées.

D'autre part, la réglementation elle-même pourrait être moins détaillée sur quelques points, si des pouvoirs d'adaptation étaient donnés à la Commission des opérations de bourse. C'est ainsi que, pour éviter d'alourdir les textes par une énumération de cas particuliers qui ne peut jamais être exhaustive, il a été proposé que pouvoir soit donné à la Commission de déterminer certaines modalités des publications périodiques des sociétés cotées et des publications de leurs filiales.

A ces dispositions principales, la Commission a estimé que pouvaient être jointes des simplifications diverses telles que l'allégement de la présentation des publications de chiffre d'affaires et la suppression de la référence au *Bulletin des annonces obligatoires* sur les affiches relatives aux émissions d'actions ou d'obligations, cette mention, qui n'est pas aperçue par le public, n'ayant pratiquement aucune utilité.

Les projets soumis au Gouvernement par la Commission comprennent un nombre important d'articles, mais étant donné la variété des questions traitées, la complexité de la réglementation et l'harmonisation nécessaire entre les dispositions nouvelles et les anciennes, la réalisation d'une réforme cohérente ne peut être obtenue qu'à ce prix. Au demeurant, la Commission s'est efforcée de limiter aux dispositions indispensables les modifications proposées de la loi, afin d'en faciliter l'adoption rapide par le Parlement.

---

CHAPITRE III

**Réglementation comptable  
et commissariat aux comptes**



Dès son premier rapport annuel, la Commission avait signalé que, si les progrès très nets constatés dans la masse des documents publiés n'avaient pas eu tout l'effet voulu, la raison principale résidait dans l'insuffisante qualité des renseignements communiqués.

L'amélioration de la qualité est notamment possible dans le domaine comptable. La valeur et la signification des comptes des sociétés françaises font, en effet, l'objet de fréquentes critiques notamment de la part des investisseurs étrangers.

Des actions ont été menées par la Commission dans trois directions : l'amélioration de la réglementation comptable, la publication des comptes consolidés, le contrôle des comptes sociaux par les commissaires aux comptes.

#### A. — *LES PROBLÈMES ET LA RÉGLEMENTATION COMPTABLES*

La Commission avait déjà, dans son précédent rapport, souligné le caractère irréaliste des comptes publiés par les sociétés françaises, malgré les progrès considérables réalisés dans la voie de la normalisation grâce à l'application généralisée du plan comptable.

Pour ne pas en rester à des considérations générales ou attendre que des réformes fondamentales fussent intervenues, la Commission s'était intéressée à la question particulière des pratiques, qui lui paraissaient critiquables, consistant à prélever sur les primes d'apport dégagées à l'occasion de fusions ou d'apports partiels d'actif, des amortissements ou des provisions qui auraient dû normalement venir en diminution des résultats annuels. Elle avait saisi de ce problème l'instance compétente, le Conseil national de la comptabilité.

L'avis rendu par cette institution le 8 avril 1970 confirme entièrement les critiques de la Commission. La plupart des pratiques examinées par le Conseil et qui sont couramment utilisées par les sociétés, notamment les plus grandes, non seulement sont contraires à une saine doctrine comptable, mais violent même ouvertement la loi. Après avoir rappelé que les éléments d'actif doivent être comptabilisés, lors de leur entrée dans le patrimoine de la société absorbante, à leur valeur d'apport et que toute diminution de la valeur comptable nette d'un élément d'actif doit être justifiée par une dépréciation actuelle et constatée au débit des comptes de résultats, le Conseil national de la comptabilité a considéré comme non conformes à l'article 344 de la loi du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales et aux principes comptables ainsi rappelés les prélèvements sur primes d'apport ayant pour objet d'éviter que les dépréciations constatées sur les biens apportés par rapport à leur valeur d'apport ne viennent grever les résultats annuels.

La consultation demandée par la Commission a eu en définitive des résultats décevants. La généralisation des méthodes condamnées rendait difficile leur interdiction. Bien plus, l'analyse de la situation a révélé que ces procédés trouvaient une justification dans les conséquences rigoureuses d'autres règles comptables. Les débats du Conseil national de la comptabilité ont, en effet, montré qu'en raison notamment des règles applicables à la dépréciation des titres en portefeuille, la condamnation de ces pratiques pouvait dans certains cas constituer un obstacle à la réalisation des fusions. Les objections ont paru assez fortes pour que la Commission n'ait pas cru devoir faire appliquer la loi dans toute sa rigueur. Avant d'arrêter sa position sur ce problème, la Commission a demandé au Conseil national de la comptabilité d'étudier les modifications qui pourraient être éventuellement apportées aux règles actuelles relatives à l'évaluation des titres en portefeuille et à leur dépréciation, règles qui ont des conséquences jugées parfois anormales sur les résultats annuels.

Ainsi apparaissait clairement l'ampleur de la tâche à accomplir. Si, dans le cas particulier des prélèvements sur primes d'apport, la Commission peut espérer parvenir à lutter contre des procédés contestables dès lors que seront intervenues les modifications qu'elle a demandées sur les règles d'évaluation des titres, les insuffisances constatées d'une manière générale dans la comptabilité des sociétés, du point de vue tant de l'information que de l'appréciation correcte de leur rentabilité par les entreprises elles-mêmes, montrent la nécessité et l'urgence d'une révision du plan comptable général.

Quels que soient ses mérites, le plan comptable général, né en 1947, révisé certes en 1957 mais essentiellement dans sa partie consacrée à la comptabilité analytique, se révèle, sur certains points, inadapté à l'évolution de la vie économique et des techniques comptables.

C'est ainsi que, malgré l'effort de définition poursuivi par les instances compétentes en cette matière, le vocabulaire comptable n'est pas exempt d'imprécisions et de lacunes. Les modalités d'application du principe selon lequel les biens entrés dans le patrimoine des entreprises sont inscrits au bilan pour leur valeur d'origine demandent dans certains cas à être mieux définies, voire modifiées. Les modes de comptabilisation des frais d'études et de recherche sont extrêmement divers d'une société à l'autre, faute de directives suffisamment précises. Les règles qui président à l'évaluation des titres en portefeuille à la clôture de l'exercice et à la détermination des éventuelles provisions pour dépréciation paraissent inadéquates dans bien des cas.

La Commission souhaite que la nouvelle révision du plan comptable soit conduite en suivant certaines orientations qui lui paraissent essentielles.

Considérant que la sous-estimation des actifs observée dans les bilans de la plupart des sociétés françaises est un obstacle à une bonne information, la Commission attache le plus grand intérêt aux études sur la réévaluation des bilans qui ont été entreprises par le Conseil national de la comptabilité

et auxquelles elle est associée. Pour aboutir à des solutions qui puissent être mises en application, il est nécessaire que soient réglés un certain nombre de problèmes : mode de détermination et modalités de contrôle des valeurs nouvelles, méthodes de comptabilisation, effets sur l'imposition des entreprises, conséquences juridiques.

Mais quel que soit l'intérêt qui s'attacherait à la publication de bilans réévalués, il serait souhaitable que les valeurs d'origine, incontestables puisque résultant de transactions et s'appuyant sur des pièces comptables, continuent à être portées à la connaissance des actionnaires et du public en figurant soit dans le bilan lui-même, soit dans un document annexe.

En ce qui concerne les relations entre la comptabilité et la fiscalité, il ne paraît pas réaliste d'envisager que les règles applicables à la détermination du bénéfice imposable puissent être un jour en tous points conformes aux principes comptables généralement admis. Le rôle de la fiscalité comme instrument d'orientation de l'économie s'opposerait à une telle évolution. Mais il est permis d'espérer que, à l'image de ce qui se pratique dans certains pays étrangers, les comptes des sociétés soient établis sans référence aux règles fiscales, le calcul de l'assiette de l'impôt étant effectué dans des tableaux annexes, selon des règles qui lui seraient propres.

Le décret du 28 octobre 1965 avait accompli un grand pas dans cette direction en créant un tableau de rectifications extra-comptables pour le calcul du résultat fiscal. Cette disposition a été reprise par le décret du 6 janvier 1971. Il serait souhaitable que l'utilisation de ce tableau soit étendue aux amortissements et aux provisions chaque fois que les amortissements et provisions déductibles de l'assiette de l'impôt s'écartent de ceux qu'exigerait l'application des principes comptables généralement admis.

L'amélioration de la qualité des informations données par les comptes des sociétés françaises n'est pas seulement liée aux solutions qui pourront être apportées aux problèmes que posent la dépréciation monétaire et l'incidence de la fiscalité sur la comptabilité. Elle suppose aussi, outre des progrès dans la terminologie comptable et dans le classement des faits, des réformes substantielles touchant aux règles d'évaluation et de dépréciation des postes du bilan et au mode de présentation des comptes.

Les solutions qui seront dégagées sur ces différents points, en tenant compte des tentatives d'harmonisation entreprises dans le cadre de la Communauté économique européenne, devront faire de la comptabilité l'instrument d'information économique qui est indispensable au bon fonctionnement du marché financier.

Le développement des comptes consolidés tend à la même fin.

## B. — LES COMPTES CONSOLIDÉS

Si, pour permettre de donner des solutions satisfaisantes aux principaux problèmes qui viennent d'être cités, il apparaît nécessaire, suivant les cas, de préciser, de compléter ou d'amender la réglementation comptable, il y aurait, par contre, avantage à ce que dès maintenant les recommandations des autorités comptables soient appliquées de façon beaucoup plus large qu'elles ne le sont dans un domaine capital, celui des comptes consolidés. En effet, depuis l'approbation par le Ministre de l'économie et des finances, le 20 mars 1968, des recommandations du Conseil national de la comptabilité, l'établissement et la publication de tels comptes, longtemps gênés par l'absence de doctrine française en la matière, sont désormais facilités par l'existence de principes cohérents, approuvés officiellement et auxquels toutes les sociétés peuvent se référer.

En 1970, la publication de comptes consolidés a fait des progrès certains. Ces derniers doivent toutefois être considérés comme insuffisants, puisque le nombre de sociétés qui ont pour la première fois présenté des comptes consolidés a été plus faible que les deux années précédentes et que la qualité des documents, bien qu'en amélioration, laisse encore souvent à désirer. C'est pourquoi la Commission estime nécessaire tant de rappeler les principes qui doivent être suivis par les sociétés en cette matière que de généraliser la production de comptes consolidés.

### **La pratique des comptes consolidés en 1970.**

En 1970, le nombre des sociétés françaises cotées qui ont publié des comptes de groupe comprenant au moins un bilan s'est élevé à 74, progressant de 10 unités seulement par rapport à l'année précédente, contre 20 en 1969 et 22 en 1968.

Comme il apparaît dans le tableau suivant, la moitié environ des sociétés concernées sont des entreprises importantes dont les actions sont négociées sur le marché à terme. Par ailleurs sur les 10 sociétés ayant publié pour la première fois des comptes consolidés, deux seulement ont joint au bilan un ou deux comptes de résultats. Les autres se sont bornées à établir un bilan qui, d'ailleurs, ne fait pas toujours apparaître un bénéfice net.

Parmi les sociétés dont les actions sont inscrites à la cote officielle, 650 environ, soit à peu près la moitié d'entre elles, détiennent des filiales ou des participations consolidables.

### SOCIÉTÉS COTÉES AYANT PUBLIÉ DES COMPTES CONSOLIDÉS

COMPTES PUBLIES	1967		1968		1969		1970	
	A	B	A	B	A	B	A	B
Un bilan consolidé seul ...	7	(4)	19	(11)	25	(13)	32	(15)
Un bilan consolidé + un ou deux comptes de résultats consolidés .....	15	(7)	25	(14)	39	(21)	42	(23)
<b>Total</b> .....	<b>22</b>	<b>(11)</b>	<b>44</b>	<b>(25)</b>	<b>64</b>	<b>(34)</b>	<b>74</b>	<b>(38)</b>
Variation .....	—	—	+22	(+14)	+20	(+9)	+10	(+4)

A = Total des sociétés ayant publié.  
B = Dont sociétés cotées à terme.

Sur le plan qualitatif, les progrès qui ressortent de la pratique de la consolidation en 1970 sont moins facilement mesurables, mais ils apparaissent néanmoins sensibles, notamment en ce qui concerne les délais de publication et les commentaires qui accompagnent les comptes. Outre ces améliorations générales, il convient de citer quelques cas, encore isolés mais ayant valeur d'exemple, de sociétés qui ont accompli un effort particulier qui les situe au niveau des meilleures expériences étrangères.

Toutes les sociétés, sauf une, ont fait diligence pour arrêter leurs comptes de groupe en même temps que ceux de la société-mère, ce qui a permis leur publication dans le compte-rendu de l'assemblée générale annuelle, alors qu'auparavant les comptes de groupe faisaient généralement l'objet d'un document séparé rendu public avec des mois, voire une année, de retard par rapport aux comptes sociaux.

Sur 74 sociétés, 37 ont joint à leurs comptes de groupe des commentaires facilitant leur interprétation et indiquant au moins les méthodes de consolidation appliquées, les sociétés retenues, ainsi que la solution apportée à certains problèmes particuliers parmi lesquels le choix des taux de change utilisés revient le plus souvent. Quinze de ces sociétés font expressément référence aux recommandations publiées par le Conseil national de la comptabilité en 1968.

Les comptes de 59 sociétés dégagent un bénéfice net et 40 d'entre elles isolent la part des intérêts minoritaires dans ce bénéfice.

Enfin, une mention spéciale doit être faite du cas de trois sociétés (1) dont les comptes de groupe, complets et abondamment commentés, ont été certifiés par les commissaires aux comptes et présentent de ce fait pour les utilisateurs les mêmes garanties de régularité et de sincérité que les comptes de la société-mère. Une de ces trois sociétés (2) publie en même temps que la situation provisoire du bilan de la société-mère, une situation provisoire du groupe dégageant un bénéfice net avant impôt avec mention séparée des intérêts minoritaires. Cette même entreprise publie, dans les délais légaux, le chiffre d'affaires trimestriel du groupe. Un tel exemple, rendu possible par la bonne organisation des services comptables et la standardisation des informations chiffrées circulant à l'intérieur du groupe, montre qu'il n'est pas utopique de concevoir que les comptes consolidés soient établis avec autant de détails que ceux de la société-mère et diffusés dans les délais réglementaires qui s'imposent à celle-ci.

#### **La méthode de consolidation.**

En dépit des améliorations constatées, la diversité des pratiques observées et l'absence, dans de nombreux cas, de commentaires ou de références aux recommandations officielles, confirment l'impression de désordre ressentie les années précédentes. Trop de sociétés prennent des libertés avec la doctrine, soit en vue de faciliter les opérations de consolidation qui leur sont encore peu coutumières, soit pour donner de leur groupe l'image la plus favorable. Encore n'est-on pas sûr que ces entorses à la règle présentent au moins un caractère de permanence permettant de comparer valablement les comptes d'un exercice à l'autre.

Il n'est donc pas superflu de rappeler, une fois encore, selon quels principes la Commission entend que les sociétés procèdent à la consolidation des comptes de leurs filiales et participations et à quelles conditions des dérogations peuvent être acceptées.

Les comptes de groupe doivent être établis par référence aux recommandations du Conseil national de la comptabilité approuvées par arrêté du 20 mars 1968. Les auteurs de ces recommandations ayant eux-mêmes voulu leur conférer une certaine souplesse permettant de les adapter à des cas particuliers, des aménagements sont possibles. Il importe, toutefois, que les dérogations respectent trois conditions :

---

(1) Il s'agit de la Compagnie Gervais-Danone, de Castaigne S.A. et de la société l'Oréal.

(2) La société l'Oréal.

- les documents consolidés qui s'écartent de la règle ne doivent pas présenter une image déformée du groupe par rapport à celle qui résulterait d'une application stricte de la doctrine du Conseil national de la comptabilité ;
- la constance des méthodes doit être respectée d'un exercice à l'autre. Si les circonstances obligent une société à en changer, elle doit non seulement l'indiquer dans les commentaires de consolidation, mais encore présenter, soit les comptes de l'exercice selon les méthodes anciennes et nouvelles, soit les comptes de l'exercice précédent selon les méthodes nouvelles ;
- les dérogations à la règle seront précisées et justifiées dans les commentaires de consolidation qui doivent, en tout état de cause, accompagner les comptes de groupe.

Sous le bénéfice de ces remarques, certaines mesures de simplification précisées dans le *Bulletin mensuel de la Commission des opérations de bourse* de décembre 1970 peuvent être adoptées par les sociétés sans dommage pour l'information (possibilité de substituer à l'application de l'intégration proportionnelle, soit l'intégration globale si la participation est supérieure à 50 %, soit la mise en équivalence si la participation est de 50 % ou comprise entre 10 % et 50 % ; interprétation souple des seuils de consolidation ; faculté de se dispenser des retraitements préalables dont l'incidence est négligeable au niveau du groupe).

### **La généralisation des comptes de groupe.**

Conformément à la décision prise en 1969 par la Commission des opérations de bourse et rappelée à plusieurs reprises notamment dans son deuxième rapport annuel, les sociétés qui soumettront une note d'information au visa de la Commission à partir du 1<sup>er</sup> juillet 1971 à l'occasion d'un appel public à l'épargne devront publier dans cette note des comptes de groupe afférents au moins au dernier exercice clos, pour autant qu'elles détiennent des filiales ou des participations consolidables selon les critères retenus par le Conseil national de la comptabilité. Ces comptes, comme toutes les informations financières et comptables figurant dans la note, seront visés par les commissaires aux comptes qui se porteront ainsi garants de leur sincérité.

Cette obligation nouvelle, qui concerne non seulement les sociétés chefs de file d'un groupe industriel, commercial ou financier mais aussi leurs filiales dans la mesure où elles contrôlent elles-mêmes d'autres sociétés et font publiquement appel à l'épargne, ne devrait être qu'une étape vers la présentation obligatoire des comptes de groupe. Il est souhaitable en effet que, pour les exercices clos postérieurement au 1<sup>er</sup> janvier 1971, ces documents

soient annexés aux comptes de la société-mère et que leur sincérité soit vérifiée par les commissaires aux comptes de celle-ci. De même, la publication du chiffre d'affaires trimestriel devrait, le cas échéant, être accompagnée de celle du chiffre d'affaires consolidé. La Commission n'interviendrait pas, pour sa part, à l'encontre des sociétés qui se borneraient en cours d'exercice à publier un chiffre d'affaires consolidé par branche, s'abstenant d'insérer également au *Bulletin des annonces légales obligatoires* celui de la société holding.

La Commission a fait des propositions dans ce sens au Gouvernement au titre de la réforme des textes sur l'information. Elle estime, en effet, que le moment est venu de généraliser une pratique dont la nécessité a été comprise par des sociétés chaque année plus nombreuses. L'exemple de plusieurs d'entre elles, parvenues dans ce domaine à un niveau de qualité très satisfaisant, et qui ne comptent pas toutes parmi les entreprises les plus importantes, montre que cet effort peut être légitimement demandé à des sociétés faisant publiquement appel à l'épargne et à ceux qui ont la charge de contrôler leurs comptes.

### C. — LE COMMISSARIAT AUX COMPTES

Le perfectionnement de la réglementation comptable et la généralisation des comptes de groupe marqueraient un progrès insuffisant au regard de l'information, si le contrôle des commissaires aux comptes ne garantissait pas aux utilisateurs la régularité et la sincérité des documents comptables établis par les sociétés. L'application effective de la réforme du commissariat aux comptes décidée par le législateur en 1966 et complétée en 1969 par le règlement d'administration publique relatif à l'organisation et au statut de cette profession est par conséquent un élément très important pour la réussite de la politique tendant à encourager l'épargne à s'investir en valeurs mobilières.

La Commission qui a reçu des pouvoirs à l'égard des commissaires qui interviennent dans des sociétés faisant publiquement appel à l'épargne, entend favoriser l'évolution de la fonction exercée par les commissaires. Cette tâche la conduit à affirmer à nouveau, et à préciser sur certains points, les principes qui lui paraissent devoir guider les commissaires aux comptes, dans l'exercice de leur mission de protection de l'épargne publique et dans leurs rapports avec les dirigeants des sociétés où ils exercent des mandats. C'est en se fondant sur ces principes qu'elle apprécie la manière dont les commissaires s'acquittent de leurs obligations.

### **Quelques points de doctrine.**

Parmi les nombreuses obligations imposées aux commissaires par la nouvelle législation, on n'en retiendra que trois qui sont essentielles et ont trait à la certification des comptes annuels, à la vérification des informations financières et comptables publiées par les sociétés et à la dénonciation des faits délictueux dont les commissaires ont eu connaissance.

A plusieurs reprises, notamment dans son précédent rapport annuel, la Commission a fait connaître que la certification de la régularité et de la sincérité des comptes annuels devait être l'aboutissement d'une vérification comptable approfondie. Il appartient aux organismes professionnels de définir les diligences requises pour une telle vérification. Le XXV<sup>e</sup> congrès de l'Ordre des experts-comptables et des comptables agréés, auquel adhèrent de nombreux membres de la profession, a proposé un cadre général de révision comptable qui s'apparente aux pratiques suivies depuis de longues années déjà dans les pays industriels les plus évolués. Les techniques et les procédures à mettre en œuvre devront être précisées par les organismes compétents, dont certains ont déjà publié à ce sujet des travaux qui méritent d'être pris en considération, et adaptés par les commissaires au cas des sociétés qu'ils contrôlent.

Dans son rapport présenté à l'assemblée générale des actionnaires, le commissaire doit, dans l'hypothèse favorable, certifier la régularité et la sincérité des comptes. L'emploi du mot « certifier » à l'article 228 de la loi du 24 juillet 1966 traduit la volonté du législateur de donner à l'appréciation portée par le commissaire une plus grande force et d'engager davantage sa responsabilité, mais ne vise pas à lui imposer une formule stéréotypée dans la rédaction de son rapport. Il importe que ce dernier contienne, outre les mentions exigées par la loi, la référence aux normes de révision comptable et les observations ou réserves destinées, le cas échéant, à tempérer l'opinion émise par le commissaire sur la régularité et la sincérité des comptes de la société ou à indiquer les limites des vérifications auxquelles il a pu procéder si elles sont restées en deçà des diligences requises par la doctrine.

L'obligation d'informer les actionnaires incombant désormais au conseil d'administration, le rapport du commissaire ne doit plus décrire et analyser les documents comptables de la société comme le voulait la tradition avant la réforme. Si le conseil ne donne pas sur les comptes toutes les informations nécessaires, il appartient au commissaire d'intervenir auprès des dirigeants pour qu'elles soient complétées et faute de l'obtenir, de porter en annexe à son rapport les renseignements supplémentaires qui lui paraissent utiles.

La production des comptes annuels certifiés n'est qu'un moment privilégié de l'information des utilisateurs. Cette dernière est complétée et actualisée

en cours d'exercice à l'occasion de la publication des comptes intérimaires, du chiffre d'affaires trimestriel ou d'informations occasionnelles diffusées à l'initiative des sociétés. L'expérience quotidienne montre l'influence de ces publications sur les décisions d'achat ou de vente des épargnants et la nécessité d'en contrôler la sincérité. Les commissaires, dont la mission est désormais permanente, ont les moyens juridiques et le devoir d'assurer ce contrôle. L'obligation qui leur est faite par l'article 218 de la loi de vérifier la sincérité des informations adressées aux actionnaires sur la situation financière et les comptes de la société ne doit pas être interprétée restrictivement comme elle l'a été jusqu'à maintenant par la plupart des commissaires qui s'en tiennent, le plus souvent, aux documents adressés aux actionnaires à l'occasion des assemblées générales en application des articles 133 et 135 du décret du 23 mars 1967. Une attitude aussi restrictive néglige la protection des utilisateurs des informations financières ou comptables entre deux assemblées annuelles ; elle est en contradiction avec le caractère permanent de la mission du commissaire voulu par le législateur. Les vérifications des commissaires doivent porter, notamment, sur la situation provisoire du bilan, le chiffre d'affaires trimestriel et les comptes de groupe destinés à prendre une importance croissante aux yeux des investisseurs, ce qui suppose que les dirigeants de la société associent les commissaires à l'établissement de ces documents ou les leur transmettent dans un délai suffisant avant la publication.

Au cours de l'accomplissement de leur mission les commissaires peuvent avoir connaissance de faits délictueux commis par les dirigeants ou des agents de la société que l'article 233 de la loi leur fait une obligation de dénoncer au procureur de la République. Ces faits, il ne faut pas le perdre de vue, constituent toujours une irrégularité et doivent, à ce titre, être signalés à la plus prochaine assemblée. Les dispositions de l'article 233 sont formelles sur ce point. Une attitude contraire constituerait, sans aucun doute, un manquement grave au mandat et à la mission des commissaires. Ces derniers devront de même informer la Commission des opérations de bourse.

La Commission a constaté que des commissaires aux comptes alertaient les parquets, par seul souci de prudence, à propos de faits qui leur paraissaient anormaux mais sans se prononcer réellement sur ces faits, ni surtout sans les qualifier d'irréguliers et encore moins de délictueux. Dans de tels cas, plusieurs commissaires aux comptes ont estimé que la démarche ainsi faite auprès du parquet était suffisante et ne se sont préoccupés ni d'approfondir leurs investigations dans les sociétés, ni d'informer les actionnaires. L'un d'eux a même cru devoir invoquer des raisons de convenances personnelles pour abandonner son mandat.

Une telle attitude n'est pas acceptable. Le législateur, en effet, dans l'article 233 précité a très clairement exposé quel est l'ordre d'importance des obligations successives du commissaire. La mission primordiale qui lui est confiée est celle d'informer les actionnaires. Si le commissaire découvre une irrégularité, il doit en tout premier lieu la signaler aux actionnaires lors de la plus prochaine assemblée. En second lieu seulement, et dans le cas où

les faits présenteraient en outre un caractère délictueux, il devra les dénoncer au parquet.

Lorsque le commissaire hésite à se prononcer sur ce caractère délictueux, il devra poursuivre ses investigations, afin de découvrir si des éléments nouveaux conduisent à constater l'irrégularité. Si les recherches ne lui permettent pas en définitive de se prononcer, le commissaire devrait se borner à prendre contact avec la Commission des opérations de bourse, qui lui indiquera son opinion sur la marche à suivre et notamment sur l'éventuelle nécessité d'informer les actionnaires.

L'exécution de ces différentes missions exige la mise en œuvre de moyens humains dont les conséquences sur l'organisation des cabinets et la rémunération des commissaires ont été mises en relief dans le précédent rapport de la Commission. Dans son bulletin mensuel de novembre 1970, celle-ci après avoir rappelé sa position constante en faveur d'une rémunération proportionnée au temps de travail effectivement consacré à une société, a demandé aux commissaires aux comptes qui ne parviendraient pas à obtenir un dépassement justifié du barème, de l'en informer pour lui permettre, le cas échéant, d'entreprendre les démarches nécessaires. Un commissaire ne verrait pas sa responsabilité dérogée sous le seul prétexte que la rémunération correspondant au barème ne lui a pas permis d'accomplir toutes les diligences qui auraient été nécessaires. En sens inverse, les commissaires peuvent prendre eux-mêmes l'initiative d'une réduction de la rémunération réglementaire si son importance n'est pas justifiée par la tâche à accomplir.

Ces moyens d'action ne permettront pas à eux seuls d'établir un contrôle efficace si le commissaire n'est pas animé de l'esprit d'indépendance. A ce propos, il n'est pas souhaitable que le commissaire exerce tous ses mandats ou la plupart d'entre eux dans le même groupe de sociétés encore que la bonne exécution de la mission soit favorisée, dans certains cas, par la présence des mêmes personnes aux postes de commissaires aux comptes de la société-mère et des filiales. La solution du problème posé par l'indépendance des censeurs rejoint ainsi l'exigence d'un renforcement des moyens et conduit à recommander la constitution de cabinets assez importants pour ne pas dépendre d'un seul groupe de sociétés.

La Commission a pris en considération ces divers éléments dans l'examen des candidatures qui lui ont été notifiées par les commissaires aux comptes.

### **La Commission des opérations de bourse et les commissaires aux comptes.**

L'année 1970 a été la première où se sont exercés les pouvoirs de la Commission à l'égard des commissaires aux comptes des sociétés faisant publiquement appel à l'épargne. Ces pouvoirs comportent, pour la Commission, une

appréciation des candidatures de commissaires proposées aux assemblées générales ainsi qu'une supervision des conditions dans lesquelles s'exerce le mandat des commissaires dans les sociétés faisant publiquement appel à l'épargne.

• *Les candidatures.*

En dépit des précisions publiées en octobre 1969 dans le bulletin mensuel de la Commission sur les délais dans lesquels les commissaires devaient lui notifier leur candidature, ceux-ci ont été nombreux à omettre cette formalité qui concerne aussi bien les renouvellements de mandats que les candidatures présentées pour la première fois, ou à l'accomplir sans respecter les délais fixés par le décret. Cette défaillance est imputable, le plus souvent, à la négligence des candidats mais il arrive que les intéressés eux-mêmes ignorent, jusqu'au dernier moment, l'intention des dirigeants d'une société de présenter leur candidature à l'assemblée. Dans plusieurs cas, des commissaires ont été informés de leur candidature par les reproches que leur a adressés la Commission pour ne pas l'avoir informée.

Ces omissions ou ces retards ont souvent gêné la Commission dans l'examen des candidatures. Pourtant, celle-ci espère vivement ne pas avoir à recourir à l'action disciplinaire contre ceux qui persisteraient à négliger délibérément la notification.

La vigilance des services de la Commission paraît d'autant plus nécessaire que les conditions d'inscription sur la liste des commissaires aux comptes fixées par le décret du 12 août 1969 ont permis l'entrée dans la profession de nombreux éléments qui ne présentaient pas toutes les garanties de compétence nécessaires. L'effet regrettable de ces dispositions sur le niveau général de la profession s'est trouvé aggravé par l'indulgence excessive de la Commission nationale d'inscription dans l'examen des recours qui lui étaient présentés contre les trop rares décisions de rejet des commissions régionales. C'est ainsi qu'à la fin de l'année 1970, 5.400 commissaires et 118 sociétés étaient inscrits sur la liste des commissaires aux comptes contre 3.850 commissaires et sociétés à la fin de 1969.

Il est à noter que les 118 sociétés mentionnées sont, dans leur quasi-totalité, des sociétés qui étaient inscrites au tableau de l'Ordre des experts-comptables et des comptables agréés à la date du 24 juillet 1966, les sociétés civiles professionnelles de commissaires aux comptes constituées en application des dispositions du décret du 12 août 1969 étant encore en nombre infime. L'obligation faite aux associés de consacrer à la société et d'exercer en son nom toute leur activité professionnelle de commissaire a été l'un des freins au développement de cette formule.

Les candidatures ont été examinées en tenant compte d'éléments de fait permettant d'apprécier la compétence, les moyens de travail et l'indépendance des candidats. La Commission, à laquelle 268 candidatures ont été notifiées

en 1970, a été ainsi amenée à faire des objections au renouvellement du mandat de quatre commissaires aux comptes qui n'avaient pas les qualifications requises pour effectuer des contrôles orientés vers la révision comptable, ou dont les moyens apparaissaient manifestement insuffisants eu égard au nombre de mandats de commissaires qu'ils exerçaient déjà. Dans deux autres cas, la Commission a fondé son opposition sur l'incompatibilité de fait résultant des liens qui unissaient les dirigeants de la société au candidat ou de la dépendance de celui-ci à l'égard d'un même groupe.

La Commission qui a pu obtenir que les intéressés renoncent à présenter leur candidature sans avoir à intervenir auprès des sociétés, a exercé ses pouvoirs avec modération l'année passée qui était la première année d'application du nouveau statut, mais elle interviendra avec plus de vigueur en 1971 à l'endroit de ceux qui ne sont pas en mesure d'exercer de façon satisfaisante une mission censoriale dans une société qui recourt à l'épargne publique.

• *L'exercice du commissariat.*

La Commission a, par ailleurs, cherché à savoir dans quelles conditions les commissaires aux comptes s'étaient acquittés de leur mission en 1970, et en premier lieu s'ils avaient effectivement certifié les comptes de l'exercice 1969, premier exercice au titre duquel cette obligation légale s'appliquait. A cette fin, tous les rapports des commissaires aux comptes de sociétés inscrites à la cote officielle ont été examinés et des explications ont été demandées aux commissaires qui ne s'étaient pas prononcés sur la régularité et la sincérité des comptes. Une enquête a été effectuée au cabinet de seize d'entre eux par un agent de la Commission qui s'est fait communiquer les dossiers de travail. D'autres enquêtes seront entreprises pour le même motif en 1971. Ces visites ont révélé que la plupart des commissaires concernés se contentaient encore de contrôles superficiels et incomplets, comme avant la réforme.

L'examen des notes d'information soumises au visa de la Commission a été une occasion privilégiée d'entrer en rapport avec les commissaires qui ont à viser ce document pour la partie financière et comptable. Ces contacts ont apporté des précisions utiles sur les comptes publiés dans les notes ; ils ont révélé également des défaillances dans le contrôle et deux commissaires qui avaient approuvé des pratiques comptables irrégulières ont été priés de démissionner. Dans un autre cas, l'insuffisance des commissaires était si manifeste que la Commission a cru devoir ajourner son visa dans l'attente des résultats d'une révision comptable demandée à la société.

Enfin, une révision comptable pratiquée dans une société à la demande de ses nouveaux dirigeants ayant révélé des pertes considérables qui n'apparaissaient pas dans les comptes dont la régularité et la sincérité avaient pourtant été constatées par les commissaires, ceux-ci ont fait l'objet d'une enquête qui a mis à jour l'insuffisance de leurs diligences. En conséquence, la Commission a saisi le procureur général aux fins d'exercice de l'action disciplinaire à l'encontre de ces deux commissaires.

A la suite des différentes actions menées en 1970 par les services de la Commission, il apparaît que la réforme du commissariat aux comptes n'a encore reçu qu'une application très partielle. Même dans les sociétés cotées, les commissaires qui procèdent à des vérifications approfondies, conformes aux recommandations du XXV<sup>e</sup> congrès des experts-comptables, représentent une fraction très minoritaire de la profession et ils éprouvent, assez souvent, de grandes difficultés pour obtenir des honoraires rémunérant équitablement les prestations fournies.

L'obligation de vérifier les informations adressées aux actionnaires sur la situation financière et les comptes de la société est à peu près totalement ignorée si l'on excepte le tableau des filiales et participations et le tableau des résultats des cinq derniers exercices. La responsabilité des commissaires se trouve toutefois très souvent atténuée par l'ignorance où ils sont tenus des projets de publication des sociétés.

Mais de tous les défauts qui peuvent être constatés dans la pratique du commissariat aux comptes, le plus grave est sans doute le manque d'indépendance de nombreux commissaires à l'égard des dirigeants des sociétés. En effet, lorsque les contrôles effectués révèlent des irrégularités, telles que, par exemple, l'omission de provisions pour dépréciation ou des prélèvements sur les réserves effectuées par le conseil d'administration en vue de compenser une diminution des bénéfices, force est de constater que souvent les commissaires n'osent pas faire état de ces faits dans les rapports qu'ils présentent aux actionnaires.

Ces constatations ne peuvent que confirmer la Commission dans son dessein de suivre attentivement l'exercice de la mission censoriale dans les sociétés faisant publiquement appel à l'épargne et d'intervenir, cas par cas, non seulement à l'encontre de ceux qui n'exercent pas leurs fonctions de façon satisfaisante, mais aussi pour aider, en tant que de besoin, ceux qui s'efforcent d'effectuer un contrôle approfondi. La Commission se montrera en 1971 plus rigoureuse dans l'exercice des pouvoirs qui lui ont été donnés par le décret du 12 août 1969 en matière disciplinaire. En sens inverse, elle recevra avec intérêt toutes les suggestions des commissaires et s'efforcera d'appuyer leurs interventions.

Pour améliorer le fonctionnement du commissariat aux comptes, la Commission adressera, toutes les fois qu'elle en sentira le besoin, des recommandations concernant l'exercice de la profession, soit à celle-ci, soit aux sociétés. Les recommandations de caractère général feront l'objet d'une publication dans le bulletin mensuel de la Commission.

En 1970, dans l'attente de la mise en place des nouveaux organismes professionnels, la Commission n'a adressé aux commissaires que deux recommandations générales, l'une relative à la notification des candidatures et des démissions, l'autre au calcul des honoraires.

---

CHAPITRE IV

**Le fonctionnement  
des bourses de valeurs**



Après le législateur, le Comité des bourses de valeurs, puis la Commission des opérations de bourse, et la Compagnie des agents de change sont intervenus, dans leurs compétences respectives, pour fixer les règles qui régissent le marché des valeurs mobilières. Si, dans le domaine de la réglementation, l'année 1970 n'a pas apporté beaucoup d'éléments nouveaux, du moins certains travaux entrepris conduiront dans un proche avenir à des aménagements souhaitables.

La Commission a, au cours de l'année, continué à prendre les décisions concernant la cote officielle en précisant ou en confirmant la politique qu'elle a définie en matière d'introduction en bourse ou de radiation.

Dans la surveillance des opérations de bourse, la Commission a un rôle plus nouveau et plus original à jouer. Elle s'est efforcée en 1970 de mettre au point ses méthodes d'investigation en attendant de disposer des pouvoirs supplémentaires que la loi du 23 décembre 1970 vient de lui apporter.

#### A. — LA RÉGLEMENTATION

La Commission a utilisé en 1970, comme elle l'a fait dans le domaine de l'information des actionnaires, le pouvoir de proposer des modifications aux lois et décrets en vigueur pour suggérer une codification des textes régissant les bourses de valeurs et les valeurs mobilières et la réforme du statut des auxiliaires de la profession boursière visés par l'article 19 bis de la loi du 14 février 1942.

Elle a, d'autre part, exercé et prévoit d'exercer dans un avenir assez proche, son pouvoir réglementaire propre.

#### **La législation sur les bourses de valeurs et les valeurs mobilières.**

Les dispositions régissant les bourses et les valeurs mobilières sont dispersées dans un ensemble de textes législatifs et réglementaires particulièrement complexe. Le dernier rapport de la Commission indiquait que 46 lois, 57 décrets et 19 arrêtés étaient dignes d'être mentionnés.

Certains de ces textes, comme les arrêtés de l'époque révolutionnaire ou des articles du Code de commerce, sont désuets et datent d'une époque où les bourses de valeurs se confondaient avec les bourses de marchandises, ce qui explique les allusions aux courtiers, capitaines de navires ou commerçants.

Des textes plus récents, comme le décret-loi du 8 août 1935 sur le démarchage, font état des courtiers en valeurs mobilières et des titres inscrits à la cote des courtiers, ceux-ci ayant pourtant disparu depuis l'entrée en application de la loi du 29 juillet 1961.

Le même sujet est parfois traité en termes différents par plusieurs textes. C'est ainsi que le privilège des agents de change est défini et sanctionné par l'article 4 de l'arrêté du 27 Prairial An X, l'article 76 du Code de commerce, les articles 15 et 16 de la loi du 29 juillet 1961 et les articles 16 et 17 de la loi du 23 décembre 1964.

Il arrive aussi que des réglementations remaniées soient devenues très obscures, voire même incompréhensibles, ou fassent référence à des mesures qui ont été pour partie abrogées. L'ordonnance du 2 novembre 1945 sur les sociétés d'investissement a, par exemple, été complétée par un titre III sur les SICAV en 1957. L'article 15-1 de ce texte indique que ces sociétés sont soumises aux règles générales des sociétés d'investissement, puis l'article 15-6 prévoit une dérogation à ces règles générales concernant la constitution de l'actif des SICAV, sans préciser si la dérogation s'étend aux participations prises par une société d'investissement dans d'autres sociétés d'investissement. D'autre part la réglementation des sociétés d'investissement se réfère expressément, et à plusieurs reprises, aux dispositions de la loi du 24 juillet 1867 et à celles de la loi du 30 janvier 1907. La question se pose de savoir si les dispositions nouvelles de la loi du 24 juillet 1966 leur sont applicables ou si elles continuent à être soumises aux règles antérieures qui ne sont pas expressément abrogées en ce qui les concerne.

Il est apparu à la Commission que cette situation était préjudiciable au bon fonctionnement du marché des valeurs mobilières. Le grand public se trouve pratiquement dans l'impossibilité de connaître la totalité des textes en vigueur. Les spécialistes eux-mêmes sont parfois embarrassés par des dispositions auxquelles des modifications successives ont fait perdre leur harmonie. Une codification serait très souhaitable. C'est pourquoi la Commission a, en juillet 1970, suggéré au Ministre de l'économie et des finances de saisir à cette fin la Commission supérieure de précodification. Elle a remis à cet effet un inventaire exhaustif des textes qu'il conviendrait de codifier, classés selon un ordre logique.

### **La réforme de la profession des remisiers et gérants de portefeuilles.**

La loi du 14 février 1942, dans ses articles 19 *bis* et 19 *ter*, vise les entreprises et les personnes qui font profession à titre d'activité principale ou accessoire d'apporter des affaires aux agents de change sans leur être liées par un contrat de travail. Ces personnes, dont les interventions sont rémunérées par une remise sur le courtage perçu par l'agent de change, sont cou-

ramment appelées remisiers. La loi interdit la profession de remisier à certaines personnes et aux sociétés par actions et à responsabilité limitée. Les remisiers doivent faire, sous peine d'amende, une déclaration d'activité à la Commission des opérations de bourse.

Saisie en 1969, pour avis à donner au Ministre de l'économie et des finances, d'un projet de la Chambre syndicale des remisiers et gérants de portefeuilles tendant à la création d'une association nationale qui aurait disposé de pouvoirs étendus, notamment en matière disciplinaire, la Commission a fait connaître sa position défavorable à la constitution d'un nouvel ordre professionnel dont l'utilité n'était pas évidente.

L'étude du projet de la Chambre syndicale des remisiers et gérants de portefeuilles a conduit la Commission à rechercher si le régime actuel ne pouvait pas recevoir des améliorations permettant d'assurer une protection convenable au public grâce à une certaine appréciation de la qualification professionnelle des nouveaux remisiers et à un contrôle permanent de moralité. La déclaration d'activité auprès de la Commission des opérations de bourse n'est en effet qu'une formalité sans signification réelle, car elle ne s'accompagne pour la Commission d'aucune possibilité d'action.

A la suite de son étude, la Commission a, en mai 1970, proposé au Ministre de l'économie et des finances une modification des dispositions de la loi du 14 février 1942 relatives aux auxiliaires des professions boursières, qui s'analyse de la façon suivante :

- La déclaration d'activité serait maintenue, mais devrait être effectuée au Parquet du Procureur de la République, autorité traditionnellement chargée de veiller à la sécurité des biens et des personnes et qui a les moyens d'assurer cette mission.
- L'exercice de la profession ne serait permis qu'aux personnes détenant une carte professionnelle, valable également comme autorisation de démarchage en vue d'opérations sur valeurs mobilières, et délivrée par la Chambre syndicale des agents de change. La carte professionnelle serait renouvelable tous les ans après déclaration préalable au Parquet du Procureur de la République qui pourrait faire opposition.

L'application de ces dispositions serait étendue aux gérants de portefeuilles dont les activités échappent jusqu'à présent à toute réglementation.

L'interdiction pour les remisiers, et par extension pour les gérants de portefeuilles, de se constituer en sociétés par actions ou en sociétés à responsabilité limitée serait abrogée, mais les sociétés qui pourraient être créées seraient soumises à des règles particulières strictes.

Par ailleurs, certaines limitations devraient être expressément apportées aux opérations que ces auxiliaires de la profession boursière peuvent effectuer avec leur clientèle.

La Commission a rappelé ses propositions lorsque le Ministre de l'économie et des finances lui a demandé son avis sur un nouveau projet de texte relatif au démarchage.

### **Les décisions de caractère général.**

Le *Journal officiel* du 23 janvier 1970 a publié le texte de la décision générale prise par la Commission des opérations de bourse le 13 janvier et approuvée par le Ministre de l'économie et des finances le 21 janvier. Le *Journal officiel* du même jour a publié un additif au règlement général de la Compagnie des agents de change, homologué par le Ministre de l'économie et des finances après avis de la Commission des opérations de bourse.

Cette décision générale et cet additif constituent la réglementation des offres publiques, dont les motifs, les principes et les modalités ont été déjà exposés dans le rapport de la Commission pour l'année 1969. L'expérience d'une première année, qui n'a, il est vrai, été marquée par aucune offre contestée, n'a pas montré de difficultés dans l'application de ces textes. Sans apporter d'alourdissement excessif à la procédure, ils ont notamment permis une meilleure information du public.

Aucune autre décision sur des questions de caractère général concernant le fonctionnement des bourses n'a été prise par la Commission en 1970.

En 1971, les services de la Commission entreprendront l'étude du fonctionnement du marché hors cote en vue d'apporter à la décision du Comité des bourses de valeurs en date du 18 décembre 1961 qui fixe les conditions dans lesquelles sont effectuées les négociations hors cote, les aménagements nécessités par l'évolution économique et technique de ces dix dernières années.

Qu'elles entraînent ou non une décision générale, les mesures propres à résoudre le problème posé par la négociation de blocs de titres feront l'objet d'un examen, afin de donner aux transactions portant sur ces blocs une publicité convenable et d'éviter les perturbations qu'elles entraînent sur le marché.

L'utilité d'instituer en France, sur le marché des actions négociées uniquement au comptant, une fonction de contrepartiste destinée à régulariser les écarts de cours résultant de disparités marginales entre les volumes offerts et demandés, fera également l'objet d'études et, peut-être, de propositions.

### **Les règlements de la Compagnie des agents de change.**

Jugeant insuffisante la simple mise à jour des règlements général et intérieur de la Compagnie des agents de change, la Commission avait, en 1969, invité celle-ci à procéder à une révision complète, rendue nécessaire par la réforme de 1966, de ses règlements et à élaborer à l'usage des professionnels et du public un texte de lecture aisée présentant, dans un ordre logique, l'ensemble des règles de fonctionnement du marché.

La Commission n'a pas encore été saisie en 1970 des nouvelles propositions de la Compagnie.

## B. — LES DÉCISIONS SUR LES VALEURS NÉGOCIABLES

La Commission a pris en 1970 une série de décisions sur les valeurs négociables. Les introductions et admissions à la cote officielle ont été plus nombreuses que les années précédentes, tandis que les radiations, particulièrement importantes en 1969, ont porté sur un nombre bien moindre de valeurs.

Le choix du lieu de négociation continue à poser quelques problèmes.

### **Les introductions.**

L'accès au marché officiel d'une bourse de valeurs est un événement important pour une société à laquelle il confère à la fois un certain prestige et de plus grandes facilités dans ses opérations financières. Ayant pour objectif le développement du marché des valeurs mobilières, la Commission des opérations de bourse souhaite que s'accroissent le nombre et la diversité des sociétés dont les actions sont inscrites à la cote officielle.

Néanmoins, ayant également pour mission la protection de l'épargne, la Commission s'entoure des plus grandes garanties en prenant ses décisions ; elle s'assure que les sociétés méritent d'intéresser le public par suite de leur dimension, de leurs activités passées, de leur situation financière et économique, de leur place dans l'économie nationale et éventuellement mondiale, de leur rentabilité et de leurs perspectives d'avenir. Elle vérifie que les informations fournies à l'occasion de l'admission à la cote sont suffisantes et sincères.

Désireuse de ne pas mettre d'obstacles de forme ou de durée à l'admission de valeurs nouvelles, dès lors que sont respectés les principes qui guident son action, la Commission a établi, le 14 avril 1970, une instruction qui n'a pas apporté de changements importants aux pratiques existantes mais a précisé, dans un document unique, les divers stades de l'examen des demandes, depuis leur dépôt jusqu'à la décision d'admission, ainsi que les formalités à effectuer avant le jour où les titres sont officiellement admis à la cote.

Dans cette instruction, la Commission a rappelé, notamment, que, sauf dérogation justifiée par des situations particulières (titres déjà largement répartis dans le public ou en nombre très élevé), la quantité de titres offerts le jour de l'introduction doit représenter, en principe, 25 % des actions constituant le capital, de légères diminutions de ce chiffre étant parfois accordées.

Cette prescription répond au souci que puisse s'instaurer un véritable marché sur les valeurs nouvellement admises aux négociations officielles. Le pourcentage prévu peut être atteint par l'engagement de mettre à la disposition du public un contingent d'actions dans les jours qui suivent la date de l'introduction.

L'instruction prévoit la nécessité de faire procéder, préalablement à l'introduction, à une révision comptable par un cabinet spécialisé, sauf pour des cas particuliers (sociétés résultant du regroupement de sociétés déjà cotées, ou sans activité antérieure). Les 15 révisions comptables effectuées en 1970 ont abouti à la certification de la régularité et de la sincérité des comptes des sociétés, à l'exception d'une seule qui a néanmoins été admise à la cote officielle après avoir pris pour l'avenir des engagements donnant tous apaisements à la Commission. La certification a été fréquemment assortie d'observations utiles tant à la Commission qu'aux dirigeants des sociétés eux-mêmes sur l'état des comptes sociaux comme sur la qualité de l'organisation administrative et comptable.

L'instruction de la demande est menée parallèlement par la Commission des opérations de bourse et par la Chambre syndicale des agents de change qui est saisie pour sa part d'un dossier constitué selon les indications de sa circulaire de mai 1968. Le déroulement de la procédure est généralement plus court pour les sociétés financières (banques, sociétés de crédit-bail) que pour les sociétés industrielles et commerciales. Pour ces dernières, le délai moyen, au cours des deux années 1969 et 1970, a été d'un peu plus de quatre mois entre le dépôt de la demande et la décision de la Commission. Cette décision d'admission à la cote officielle, prise en même temps qu'est accordé le visa de la note d'information publiée à l'occasion de l'opération, est elle-même intervenue en moyenne douze jours après réception de l'avis de la Chambre syndicale.

Il ne paraît pas que les délais imposés aux sociétés soient excessifs. L'accès au marché officiel est un acte qui ne se produit qu'une fois dans la vie sociale. Les autorités chargées de le décider ont vis-à-vis des épargnants une responsabilité qui justifie l'examen approfondi auquel elles se livrent.

En 1970, la Commission a été saisie de trente demandes, dont six présentées par des sociétés étrangères en vue de l'admission à la cote officielle de valeurs nouvelles.

- *Valeurs françaises.*

La Commission n'a rejeté aucune demande émanant d'entreprises françaises. Ses décisions ont porté sur les actions de dix-neuf sociétés — énumérées ci-après — soit un chiffre nettement supérieur à celui de l'année précédente qui était de onze. Elles ont concerné aussi cinq emprunts obligataires émis par des sociétés qui ne figuraient pas à la cote auparavant (cf. annexe VIII).

Toutes ces valeurs sont négociables à la bourse de Paris.

**SOCIÉTÉS DONT LES ACTIONS ONT FAIT L'OBJET DE DÉCISIONS  
D'ADMISSION A LA COTE OFFICIELLE EN 1970**

DATE de la décision de la commission	NOM DES SOCIÉTÉS	DATE d'inscription à la cote
	<b>Banques et sociétés financières</b>	
2 avril .....	Société lyonnaise immobilière pour l'industrie et le commerce (SLIMINCO) : 1.500.000 actions de 100 francs .....	21 avril
12 mai .....	Pretabail-Sicomi : 898.000 actions de 250 francs (1) .....	27 mai
2 juin .....	Société financière pour l'expansion des télécommunications (FINEXTTEL) : 4.000.000 actions de 100 francs .....	6 juillet
16 juin .....	Compagnie pour la location de matériel (C.L.M.A.) - France Bail : 200.000 actions de 100 francs .....	10 juillet
30 juin .....	Locafrance : 793.900 actions de 100 francs ....	6 juillet
1 <sup>er</sup> septembre	Compagnie générale de financement immobilier (COGEFIMO) : 236.250 actions de 100 francs .....	10 novembre
29 septembre .	Compagnie financière pour la location d'immeubles industriels et commerciaux (LOCINDUS) : 480.000 actions de 100 francs (2)	17 novembre
1 <sup>er</sup> décembre	Banque Worms et Cie : 1.140.934 actions de 100 francs (1) .....	15 décembre
8 décembre .	Bail-Equipement : 405.000 actions de 100 francs	21 décembre
30 décembre .	Interbail : 401.000 actions de 100 francs .....	—
	<b>Alimentation, brasseries et distilleries, raffineries et sucreries</b>	
26 mai .....	Carrefour Supermarché : 486.875 actions de 100 francs .....	16 juin
8 décembre .	Union de Brasseries : 802.660 actions de 100 francs (1) .....	29 décembre

(1) Ces actions se négociaient sur le marché hors cote avant leur admission à la cote officielle.

(2) La Commission a prononcé le même jour l'admission à la cote des 25.000 obligations 8,25 % de 1.000 francs émises en novembre 1969 par cette société.

DATE de la décision de la commission	NOM DES SOCIETES	DATE d'inscription à la cote
	<b>Bâtiment, matériaux de construction, travaux publics et industries du bois</b>	
9 juin .....	Entreprise Francis Bouygues : 386.650 actions de 100 francs .....	30 juin
9 juin .....	Maison Phénix : 300.000 actions de 50 francs (1)	25 juin
30 décembre .	Française d'étanchéité et de revêtements mé- talliques (FEREM) : 250.900 actions de 100 francs .....	—
	<b>Constructions mécaniques</b>	
20 octobre ...	Facom : 250.000 actions de 100 francs .....	18 novembre
	<b>Matériel électrique</b>	
27 janvier ...	Legrand : 383.000 actions de 100 francs .....	17 février
	<b>Divers</b>	
21 avril .....	Publicis S.A. : 530.000 actions de 100 francs ..	9 juin
17 novembre .	Société européenne des ferrailles (NOVA- FER) : 342.360 actions de 100 francs .....	10 décembre
<p>(1) Ces actions se négociaient sur le marché hors cote avant leur admission à la cote officielle.</p>		

Le 31 décembre 1970, sur les dix-neuf sociétés ayant fait l'objet d'une décision d'admission, dix-sept avaient leurs actions effectivement inscrites à la cote officielle. Leur capitalisation boursière représentait 3,1 milliards de francs (1) dont un peu plus du tiers (1,1 milliard de francs) pour les seules sociétés de crédit-bail. Ce chiffre est assez semblable à celui des valeurs nouvellement introduites en 1968 (3,1 milliards de francs), mais très nettement supérieur à celui de l'année 1969 (1,6 milliard de francs pour neuf valeurs).

(1) A la date du 31 décembre 1970 et en ne tenant pas compte de Locafrance, de Bail-Equipement et partiellement d'Union de Brasseries.

Le marché s'est enrichi principalement de valeurs qui ont pris place sur le *Bulletin de la cote* dans le compartiment 2 intitulé « Banques et Etablissements financiers ». Il s'agit, indépendamment d'une banque, Worms et Cie, et d'une société de crédit différé, Cogefimo, de huit sociétés pratiquant le crédit-bail mobilier ou immobilier. En réalité, ce dernier chiffre doit être ramené à six si l'on tient compte du fait que Locafrance et Bail-Equipement proviennent de l'absorption par leur filiale, respectivement Locafrance service et Vendôme Equipement-Transec, des sociétés-mères qui figuraient déjà à la cote sous les noms de Locafrance et Vendôme-Equipement.

A l'occasion de l'admission des cinq entreprises de crédit-bail immobilier, qui sont des sociétés immobilières pour le commerce et l'industrie (SICOMI), la Commission a estimé que, pour la bonne information du public, toutes les sociétés ayant ce statut devaient désormais être regroupées sur le *Bulletin de la cote*. A sa demande, la Chambre syndicale des agents de change étudie l'éventualité de ce regroupement. Les huit SICOMI figureraient sous une sous-rubrique, à l'intérieur du compartiment 2 dans lequel seraient ainsi incluses toutes les sociétés pratiquant le crédit-bail, qui ont le statut soit de banque, soit d'établissement financier.

Les neuf autres sociétés exerçant une activité industrielle et commerciale avaient un caractère familial plus ou moins marqué et ne pouvaient maintenir leur développement qu'en s'ouvrant au public. Faisaient exception Novafer, filiale d'une société déjà cotée et l'Union de Brasseries qui résultait de la restructuration, sous l'égide des Brasseries et Glacières de l'Indochine, de plusieurs affaires brassicoles dont deux, les bières Slavia-Brasseries de la Comète et la Brasserie et Malterie Le Phénix avaient antérieurement leurs actions négociables sur le marché officiel.

Pour les quatre sociétés dont les actions étaient déjà négociées hors cote, aucun titre n'a été mis sur le marché au moment de l'introduction en bourse. Cependant, l'une d'elle ayant son capital encore peu réparti dans le public, la Commission s'est inquiétée à l'idée que pourrait être tournée, par le biais du marché hors cote, la règle qu'elle a posée dans son instruction du 14 avril, à savoir l'obligation d'offrir environ 25 % du capital lors de l'introduction. Aussi a-t-elle décidé l'admission à la cote des actions de la société en cause sous réserve que celle-ci prenne l'engagement d'assurer une plus grande diffusion de ses titres durant les six mois suivant la cotation au marché officiel.

Toutes les autres valeurs réellement nouvelles, à l'exception de Finextel, dont les actions étaient largement réparties avant l'admission à la cote, ont fait l'objet de la procédure d'introduction appliquée depuis 1964 par la Chambre syndicale des agents de change. Cette procédure a suscité certaines critiques fondées, d'une part, sur la constatation d'un écart souvent très important entre le prix d'offre et le premier cours coté, d'autre part, sur l'arbitraire qui préside à la fixation de ce cours et aux réductions pratiquées. L'étude de divers autres procédés n'a pas conduit la Commission à modifier l'appréciation

qu'elle a formulée à cet égard dans son rapport sur l'année 1968. Sans être idéal, le système actuel, qui résulte d'expériences nombreuses et variées, apporte une solution convenable au problème compliqué de l'ajustement d'une demande disproportionnée à l'offre. En 1970, au demeurant, les écarts entre les prix d'offre et les cours d'introduction ont été dans l'ensemble plus modérés que les années précédentes ; les seconds ont excédé les premiers de 37 % et 42 % pour les deux valeurs les plus recherchées — Cogefimo et Novafer — et de moins de 25 % pour les autres valeurs. Le 31 décembre 1970, seules les actions Publicis étaient redescendues en dessous de leur cours d'introduction (— 3,2 %).

Une enquête faite sur une introduction en bourse a permis de constater que cette introduction s'était déroulée de façon satisfaisante. L'intervention des banques dans la collecte des demandes est apparue prépondérante, sans que la part des agents de change soit négligeable. La clientèle particulière a obtenu 70 à 75 % des titres attribués.

A la fin de l'année 1970, deux dossiers d'admission étaient en cours d'examen par les services de la Commission.

- *Valeurs étrangères.*

Le Ministre de l'économie et des finances a pris des décisions favorables à l'introduction sur le marché en France de nouvelles valeurs étrangères. La Commission a pu ainsi prononcer l'admission à la cote officielle de deux grandes banques commerciales : The Chase Manhattan Corporation et Algemene Bank Nederland. n.v. A la fin de l'année 1970, le dossier d'un autre important établissement bancaire était à l'étude.

L'ensemble des décisions d'admission à la cote officielle et d'inscription sur la liste des valeurs étrangères susceptibles d'être négociées hors cote à la bourse de Paris, prises par la Commission après que, sur son avis, les autorisations ministérielles prévues par le décret du 27 janvier 1967 ont été accordées, sont indiquées en annexe IX.

### **Les admissions.**

Deux cent quatre-vingt-cinq 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.

La progression constatée en 1969 (327 décisions d'admission au lieu de 282 en 1968 : + 16 %) s'est accélérée puisque leur nombre a atteint 398 en 1970 (+ 21,7 %). L'examen de leur répartition, selon la nature des opérations à

l'origine de leur création, met en évidence le nombre des émissions d'actions d'apport, conséquence des restructurations industrielles, et celui des attributions gratuites, dont quelques-unes ont été réalisées, en 1970, au titre de l'intéressement des salariés. Néanmoins, les augmentations les plus sensibles concernent les actions émises en numéraire et les emprunts obligataires, ce qui ne peut surprendre, l'épargne ayant été largement sollicitée au cours de l'année écoulée et la hausse des taux d'intérêt ayant provoqué un regain de faveur pour les valeurs à revenu fixe.

**NOMBRE D'ADMISSIONS A LA COTE OFFICIELLE D'ACTIONS  
NOUVELLES ASSIMILABLES OU D'OBLIGATIONS ÉMISES PAR  
DES SOCIÉTÉS DÉJÀ INSCRITES A LA COTE OFFICIELLE**

	1968	1969	1970
<b>Actions</b> .....	<b>232</b>	<b>277</b>	<b>333</b>
dont			
Emissions en numéraire .....	49	68	96
Attributions gratuites .....	78	89	103
Emissions en rémunération d'apports	89	109	125
Conversion d'obligations, de parts bénéficiaires et de parts de fon- dateurs .....	16	11	9
<b>Obligations</b> .....	<b>50</b>	<b>50</b>	<b>65</b>
<b>TOTAL GÉNÉRAL</b> .....	<b>282</b>	<b>327</b>	<b>398</b>
		+ 16 %	+ 21,7 %

La capitalisation boursière des actions nouvelles assimilables admises dans l'année s'élevait à 14,5 milliards de francs (1) le 31 décembre 1970, ce qui représentait 11,5 % de celle de l'ensemble des valeurs françaises à revenu variable

(1) Soit par catégorie :

— Emissions en numéraire .....	4,6
— Attributions gratuites .....	3,6
— Emissions en rémunération d'apports .....	6,1
— Conversion d'obligations, de parts bénéficiaires et de parts de fondateurs .....	0,2

cotées, soit un pourcentage légèrement supérieur à celui constaté à la date du 31 décembre 1969 (10,1 %). Il faut préciser que la capitalisation boursière totale ne s'est pas élevée d'un montant équivalent, du fait notamment que les attributions gratuites entraînent une baisse corrélative du cours des actions anciennes et que les actions d'apport sont parfois créées pour l'absorption de sociétés inscrites à la cote.

En ce qui concerne les valeurs étrangères, les admissions à la cote officielle ont été moins importantes qu'en 1969. Elles ont concerné les titres de vingt-six sociétés parmi lesquelles cinq de nationalité américaine, quatre de nationalité néerlandaise, trois de nationalité anglaise et le même nombre de nationalité allemande. Les autres se répartissent entre huit pays dont un de la zone franc.

### **Les radiations.**

En application de la politique définie dans les précédents rapports, tendant à radier de la cote officielle les titres qui ne sont plus de nature à attirer suffisamment l'épargne, la Commission avait souhaité qu'un nouvel examen des valeurs inscrites à la cote intervînt en 1970 sur la base des données de l'année 1969. Dans cette optique, elle avait demandé à la Chambre syndicale des agents de change, en novembre 1969, de lui communiquer la liste des valeurs répondant à certains critères — volume de transactions insuffisant, absence de dividendes depuis cinq ans, trop faible fraction du capital répartie dans le public — et de lui faire connaître son avis motivé sur l'opportunité d'éliminer de la cote officielle les valeurs ainsi sélectionnées.

Sans attendre le résultat de ce travail, la Commission avait recensé une vingtaine de sociétés dont les actions ne méritaient plus d'être négociées sur le marché officiel pour une ou plusieurs des raisons habituellement retenues : modicité des transactions, absence de dividendes et diffusion insuffisante du capital. Après avoir recueilli l'avis de la Chambre syndicale, elle a décidé, le 3 février 1970, la radiation de ces valeurs.

En revanche, la Commission n'a pu se livrer en 1970 à l'examen systématique envisagé. La Chambre syndicale, en effet, n'a pas fourni les éléments d'étude qui lui avaient été demandés, hésitant à entreprendre un tel travail quelques mois après les nombreuses radiations prononcées en 1969, l'application des critères définis par la Commission conduisant inévitablement à une diminution importante du nombre de titres cotés en province qui était estimée inopportune. La Chambre syndicale s'est bornée à émettre des avis favorables à la radiation de la cote des actions de sept sociétés dont le capital était très peu réparti dans le public à la suite, dans la plupart des cas, d'offres publiques d'achat ou d'échange. Prenant en considération les propositions de la Chambre syndicale, tout en les complétant, la Commission a décidé les radiations correspondantes le 15 décembre 1970.

En outre, un certain nombre de décisions isolées sont intervenues en cours d'année, principalement pour des sociétés d'investissement transformées en SICAV.

C'est en définitive trente-cinq sociétés dont les titres ont été radiés de la cote officielle en 1970. Leur liste figure en annexe X.

Chaque fois que les titres étaient susceptibles d'être négociés ultérieurement en bourse, la Commission a décidé qu'ils le seraient sur le marché hors cote de la place où ils étaient précédemment cotés officiellement.

### **Les bourses de province.**

Dans son rapport précédent, la Commission des opérations de bourse a exposé les motifs pour lesquels elle avait décidé de ne pas donner une suite favorable aux propositions de la Chambre syndicale tendant à transférer sur les bourses de province la négociation de 138 valeurs cotées à Paris.

La quasi-totalité des entreprises concernées avait fait valoir que cette mesure allait leur porter un préjudice grave, contraire à leur développement et donc à l'intérêt bien compris des régions dans lesquelles leurs moyens de production se trouvaient installés. Sur un plan plus général, la Commission des opérations de bourse a considéré que la bourse devait fonctionner dans le seul intérêt des entreprises et des épargnants.

La Commission n'a pu en 1970, pas plus qu'en 1969, à décider l'admission de valeurs nouvelles sur des parquets de province, aucune société n'ayant déposé de demande à cet effet. En même temps, les absorptions ont entraîné la disparition de plusieurs valeurs cotées en province. L'appauvrissement des cotes de province, privées de certaines valeurs et non alimentées par des titres nouveaux, pose assurément un problème.

En 1969, la Commission avait indiqué à la Compagnie des agents de change que, consciente des difficultés que connaissent les charges des agents de change en province, elle était disposée à lui apporter son aide pour aider à résoudre ce problème dans le cadre corporatif. Informée de la réalisation de fusions entre charges parisiennes et charges de province, elle a constaté avec satisfaction l'application de cette politique, espérant que ces opérations entraîneront un renforcement substantiel des moyens financiers et humains dont disposaient jusqu'alors les charges de province, de manière à valoriser le capital de compétence et de notoriété qu'elles représentent, afin d'exercer une action plus dynamique de diffusion des valeurs mobilières.

### C. — LA SURVEILLANCE DES OPÉRATIONS DE BOURSE

En 1970, la Commission a continué d'exercer sur les opérations réalisées en bourse la surveillance qui lui incombe. L'examen des mouvements de cours et de leurs causes a incité à un certain nombre de réflexions sur les conditions de fonctionnement du marché.

La procédure des offres publiques d'achat ou d'échange a été utilisée fréquemment au cours de l'année sans donner lieu à des incidents marquants.

Le régime auquel étaient soumises les personnes disposant d'informations privilégiées sur la marche des entreprises a été, en fin d'année, sensiblement allégé et rendu plus efficace par une loi qui donnera à la Commission les moyens de tirer des enquêtes auxquelles elle procède, les suites qu'elles doivent comporter.

#### **La surveillance des variations de cours importantes.**

L'examen des plus importantes variations de cours mensuelles a continué comme par le passé. Mais la Commission a, en outre, par divers moyens, essayé de suivre de plus près les mouvements d'une certaine ampleur constatés sur le marché sans intervenir pendant les séances de cotation : la Chambre syndicale a, à cet égard, des responsabilités et ses représentants prennent sur le champ les décisions techniques qui s'imposent.

Dans la mesure où il est possible de faire une distinction, qui n'est pas en pratique aussi nette, les examens auxquels se livre la Commission tendent à deux fins. L'étude des variations constatées sur une période assez longue vise plutôt à déceler des opérations réalisées dans des conditions incorrectes et peut-être profitables par des personnes bénéficiant d'informations privilégiées. A ce titre, elle revêt en règle générale un caractère de contrôle *a posteriori*. La surveillance au jour le jour recherche essentiellement l'amélioration de l'information des actionnaires et du public, c'est-à-dire une application de la politique de développement de l'information occasionnelle définie au chapitre II, page 92. La Commission s'efforce de provoquer, chaque fois que les circonstances paraissent l'exiger, la publication aussi rapide que possible des informations destinées à éclairer les opérateurs en bourse.

Au cours de l'année 1970, 325 cas de variations de cours importantes ont fait l'objet d'une étude. Près de la moitié soit 140, ont été classés après qu'un

premier examen a fait trouver à ces mouvements des raisons évidentes qui ne pouvaient manquer d'être connues d'un large public.

Parmi les 185 cas non éliminés, 73 ont donné lieu à une étude complémentaire qui a permis, sans intervention auprès des sociétés émettrices, de déceler des explications. Celles-ci, pour n'être pas évidentes, ne justifiaient pas que des informations particulières soient diffusées : il pouvait s'agir, par exemple, d'un courant continu d'achats ou de ventes émanant d'un investisseur, ou de la répercussion d'un article très favorable paru dans la presse.

Dans les 112 cas restants, enfin, les dirigeants des sociétés concernées ont été interrogés et ont fourni des réponses qui se sont parfois montrées peu satisfaisantes.

Il est apparu, à l'étude, que, mis à part les motifs tenant à l'activité et aux résultats de la société dont les actions ont subi une variation de cours importante, deux explications, déjà évoquées dans le précédent rapport de la Commission, pouvaient être souvent trouvées : l'étroitesse du marché ou la recherche d'un cours d'application.

Des mouvements de cours d'ampleur relative notable sont provoqués, surtout en province, mais aussi à Paris, par des transactions portant sur quelques dizaines de titres, quelques unités parfois. Dans les réponses faites aux questions posées par les services de la Commission, les dirigeants des sociétés concernées, lesquelles ne sont généralement pas de grande taille, mais font quelquefois partie des groupes les plus importants, donnent souvent l'étroitesse du marché comme une explication, à leurs yeux suffisante, des variations les plus désordonnées. Il est évident que, pour eux, le cours de bourse n'a pas de signification réelle et qu'ils n'ont à cet égard aucun sentiment de responsabilité vis-à-vis de leurs actionnaires.

Sans insister sur cet état d'esprit particulièrement regrettable, on est amené à se demander si la fonction de contrepartiste, qui n'existe pas officiellement sur le marché boursier français, ne présenterait pas une utilité, surtout si elle est uniquement destinée à régulariser les écarts marginaux déséquilibrant les marchés étroits et à éviter les mouvements de cours erratiques, le continuellement des offres ou des demandes, et même les impossibilités de cotation, provoqués les uns ou les autres par des ordres relativement très faibles. Il ne saurait s'agir en aucune façon d'arrêter, ni même de freiner, le mouvement qui entraînerait à la hausse ou à la baisse, par le jeu continu des offres ou des demandes, le marché en général ou telle valeur en particulier.

En fait, une fonction de contrepartiste répond si bien à une nécessité qu'elle s'est créée d'elle-même dans de nombreux cas. Elle est exercée, soit par des banques agissant pour leur propre compte ou pour celui des sociétés ou des dirigeants, soit par des agents de change agissant pour le compte de clients, soit par des professionnels de la bourse, commis d'agents de change notamment. Mais de nombreuses valeurs ne bénéficient pas de ces inter-

ventions. Lorsqu'elles existent, celles-ci sont entourées de secret, ne sont pas faites exclusivement en vue d'assurer le bon fonctionnement du marché, ou le sont parfois à un coût excessif.

L'organisation de la fonction de contrepartiste semble souhaitable, mais elle mérite évidemment de sérieuses études préalables.

Une deuxième source de mouvements de bourse soudains et inexplicables se trouve dans la nécessité de faire enregistrer sur le marché des transactions convenues hors du marché.

La règle veut, en effet, que toute transaction portant sur des titres admis à la cote officielle ou ayant récemment fait l'objet de négociations sur le marché hors cote se fasse par l'intermédiaire d'un agent de change, même si elle a été conclue directement entre deux parties, dès lors que l'une au moins d'entre elles est une personne morale. L'agent de change ne peut accepter l'opération, sauf dérogations, que si elle est faite à un cours coté le même jour sur le marché.

Lorsque le prix arrêté est différent du prix du marché, ce qui peut être justifié en cas de quantités importantes, le passage obligatoire en bourse doit être précédé d'une action volontaire sur les cours. Des mouvements se produisent donc, dont les causes ne sont pas connues du public et qui peuvent l'inciter à acheter ou à vendre à contretemps. L'argument suivant lequel ce système donnerait à tous les intéressés la possibilité de profiter des variations de cours provoquées en vue de l'enregistrement d'une application n'a pas une grande valeur, en l'absence d'une information claire des actionnaires et du public.

La perturbation du marché principal par quelques grosses transactions réalisées par voie d'application, et aussi par l'écoulement prolongé de quantités importantes sur le marché, devrait pouvoir être évitée, sans que ce marché risque, semble-t-il, de perdre trop de substance.

Le problème posé par la cession de blocs donnant le contrôle d'une société est beaucoup plus complexe.

Les conditions dans lesquelles s'effectue en bourse le transfert d'un bloc donnant le contrôle d'une société ne sont pas toujours satisfaisantes, la notion de contrôle étant d'ailleurs imprécise et à apprécier cas par cas.

La Commission considère que les actionnaires ont vocation à être traités également, et qu'ils ont le droit d'être informés. Or, les applications portant sur des blocs de contrôle se sont souvent effectuées dans une obscurité voulue, alors qu'un changement significatif dans l'actionnariat d'une société, qui peut avoir des conséquences directes et rapides sur son activité et son orientation, constitue pour l'actionnaire ordinaire un élément d'information essentiel.

D'autre part, seuls les opérateurs très proches du marché sont à même de profiter d'un cours d'application, de telle sorte que ceux qui cèdent le contrôle bénéficient pratiquement seuls d'un prix qui est fréquemment fort au-dessus du niveau habituel des cours de bourse.

La Commission a cru devoir, au début de 1970, attirer l'attention de la Chambre syndicale des agents de change sur les conditions, peu satisfaisantes pour le public, dans lesquelles avaient été opérées respectivement le 23 janvier et le 3 mars des applications portant sur des quantités importantes d'actions des sociétés Delattre-Levivier et CIMT-Lorraine. Une sensible amélioration a pu être constatée dans les pratiques boursières au cours des derniers mois de l'année, et il n'est plus exceptionnel pour un actionnaire d'apprendre que les cours d'une valeur seront maintenus pendant quelque temps au niveau où s'est effectuée une grosse transaction. Mais beaucoup de réticences restent encore à vaincre.

Certes, des arguments peuvent être avancés pour justifier que la valeur des actions réunies entre quelques mains et permettant d'exercer une influence sur la gestion sociale soit supérieure à la valeur de celles que détient un petit porteur. L'intérêt du marché commande cependant que les épargnants aient confiance dans son fonctionnement équitable et que l'égalité des actionnaires soit clairement affirmée.

La valeur supplémentaire accordée à un bloc de contrôle est un reflet du prix que l'acquéreur attache à se saisir d'une entreprise, du prix qu'elle vaut pour lui. Lorsque cette valeur est très supérieure à la capitalisation, le surprix n'appartient pas aux seuls actionnaires majoritaires et ceux-ci devraient en faire profiter tous les actionnaires. Cette obligation est d'autant plus impérative que les actionnaires majoritaires ou leurs représentants constituent très généralement le conseil d'administration, qui, en tant que mandataire de la société et de l'ensemble des associés, a le devoir d'agir en considération de l'intérêt de tous ses mandants.

C'est un indice remarquable de la force de ces principes qu'ils aient été adoptés par des organismes étrangers d'essence aussi différente que le Panel de la Cité de Londres et la Commission bancaire belge.

Ils attirent pourtant le reproche de constituer des obstacles à des changements de contrôle, par ailleurs utiles du point de vue économique, puisqu'un acquéreur éventuel peut hésiter devant la perspective d'avoir à reprendre une fraction peut-être importante des actions dispersées dans le public. En pratique, au cours de ces deux dernières années, des sociétés se sont soumises aux règles préconisées, sur recommandation du Ministère de l'économie et des finances, de la Chambre syndicale des agents de change ou de la Commission des opérations de bourse, ce qui n'a pas empêché la réalisation des opérations projetées, ni entraîné, semble-t-il, des charges insupportables pour elles.

Deux affaires (Antar - Au Bon Marché) qui ont eu en 1970 un certain retentissement illustrent les difficultés que peuvent faire naître les cessions de blocs de contrôle en ce qui concerne la protection des intérêts minoritaires. Elles sont exposées au chapitre VI pages 167 à 172.

### **Les offres publiques.**

En 1970, trois offres publiques lancées en 1969 se sont terminées et quatorze nouvelles offres ont été lancées (cf. tableau en annexe XI), contre 9 en 1969 et 11 en 1968.

Dans les offres faites en 1970, le paiement proposé a été :

- dans 8 cas en espèces,
- dans 2 cas en actions,
- dans 2 cas en obligations convertibles,
- dans 1 cas partie en actions et partie en espèces,
- dans 1 cas partie en obligations convertibles et partie en espèces.

Toutes les offres publiques dont les résultats sont connus au 31 décembre 1970 ont eu une suite positive et toutes les actions offertes ont été acceptées. D'ailleurs une partie de ces offres émanait de sociétés détenant déjà le contrôle des sociétés visées, et dans les autres cas, l'accord préalable du conseil d'administration de la société visée était acquis avant le lancement de l'offre.

Aucun incident rappelant ceux qui ont pu être constatés en 1969 n'a marqué le déroulement de ces offres publiques. En définitive, la procédure entre progressivement dans les habitudes boursières pour réaliser des opérations préalables à des fusions ou à des restructurations. Il semble qu'une répugnance se manifeste désormais à l'utiliser pour des prises de contrôle agressives, du type de celles qui ont marqué l'année 1969.

La formule de l'offre publique d'échange qui avait soulevé une vive contestation à l'occasion de l'offre lancée sur les actions de la Compagnie de Saint-Gobain est devenue courante.

### **Les enquêtes.**

En 1970, la Commission des opérations de bourse a pris 16 décisions d'enquête dans les conditions prévues par l'article 5 de l'ordonnance du 28 septembre 1967, c'est-à-dire sur délibération particulière. Leur objet était le suivant :

- 12 enquêtes ont été motivées par la constatation d'une hausse ou d'une baisse des cours d'une valeur dans la période qui a précédé immédiatement l'annonce d'une information ou d'une opération intéressant la société émettrice,
- 3 enquêtes ont eu pour objet de trouver les motifs d'une brusque animation, sans cause évidente, du marché d'un titre,
- 1 enquête était destinée à renseigner la Commission sur l'origine des ordres passés au moment d'une introduction en bourse.

La première série d'enquêtes tendait à découvrir si des personnes bénéficiant d'informations privilégiées n'avaient pu réaliser des profits critiquables. Les 12 cas mentionnés ci-dessus correspondent aux circonstances suivantes :

— Offre publique d'achat ou d'échange .....	4
— Absorption par une autre société .....	2
— Cession avantageuse d'une participation .....	1
— Résultats en forte baisse, pertes importantes .....	2
— Résultats en forte augmentation .....	1
— Changement de contrôle avec application entraînant une brève et importante hausse des cours .....	1
— Transformation d'une société d'investissement en SICAV .....	1

A l'exception de 3 d'entre elles, ces enquêtes ont permis de trouver trace d'ordres émanant de personnes susceptibles d'être informées à l'avance des faits qui expliquaient la hausse ou la baisse des cours. Ces personnes ont ainsi réalisé des profits plus ou moins importants. Leurs opérations sont apparues critiquables et de nature à être sanctionnées si le régime pénal de la loi du 23 décembre 1970 leur avait été applicable. Toutefois, il doit bien être précisé que l'appréciation qui est ainsi portée repose sur des constatations, et partiellement sur des présomptions, au sujet desquelles la Commission n'a pas eu les moyens de recueillir les justifications des personnes concernées.

Les investigations se sont heurtées dans quelques cas à l'impossibilité de connaître l'origine réelle des ordres transmis. C'est ainsi qu'une enquête a révélé qu'une ou plusieurs personnes opérant par l'intermédiaire d'une banque étrangère ont acquis 50 % des titres échangés sur le marché dans la période précédant l'annonce de l'offre publique, réalisant un profit estimé à 1,6 million de francs.

L'examen des opérations traitées pendant les huit séances qui ont précédé l'annonce de l'offre publique d'échange visant les actions de la Compagnie de Mokta et pendant lesquelles le cours de ces actions avait vivement monté a fait apparaître que les acquisitions des professionnels ont été déterminantes, sans qu'il soit possible de rechercher et d'établir de façon certaine, en l'état de la législation alors applicable, si le professionnel qui avait joué un rôle moteur détenait ou non une information privilégiée.

Deux des enquêtes portant sur des titres dont le marché prenait une animation inexplicquée ont montré que quelques achats suivis accompagnés de rumeurs incontrôlées avaient entraîné une réaction de défense du groupe dirigeant.

En ce qui concerne le marché de l'action Antar de décembre 1969 à février 1970, l'enquête, rendue difficile par l'ampleur des transactions, n'a conduit à aucun résultat significatif.

### **Le renforcement des pouvoirs de la Commission.**

Dans son rapport annuel pour l'année 1968, la Commission des opérations de bourse avait signalé les inconvénients de la procédure de contrôle instaurée par l'ordonnance du 28 septembre 1967 à l'égard des personnes ayant des informations privilégiées sur la marche des entreprises et qui, grâce à ces informations, pouvaient se livrer en bourse à des transactions avantageuses au détriment des autres porteurs. La Commission avait préconisé que le système de contrôle *a priori* de toutes les opérations effectuées par ces personnes soit abandonné et qu'en revanche de nouvelles infractions soient définies, permettant de réprimer les agissements des initiés, une fois que les investigations menées grâce à des pouvoirs d'enquête accrus auraient permis d'établir les faits. Des déclarations systématiques auraient néanmoins été exigées des actionnaires détenant 10 % ou plus du capital des sociétés.

A l'exception de cette dernière mesure, la solution préconisée a été adoptée par la nouvelle loi n° 70-1208 du 23 décembre 1970. Ce texte, d'une part, crée deux nouveaux délits visant l'utilisation d'informations sur le marché des valeurs mobilières et, d'autre part, accroît les pouvoirs d'enquête de la Commission des opérations de bourse. Il prévoit enfin que les tribunaux éventuellement saisis de ces affaires devront, avant de juger, solliciter obligatoirement l'avis de la Commission.

Avant de définir les nouveaux délits créés, la loi du 23 décembre 1970 modifie substantiellement les dispositions de l'article 162-1 de la loi du 24 juillet 1966 concernant les obligations incombant aux personnes censées, par leurs fonctions mêmes, détenir des informations privilégiées. Les personnes visées sont désormais « le président, les directeurs généraux, les membres du directoire d'une société, les personnes physiques ou morales exerçant dans cette société les fonctions d'administrateur ou de membre du conseil de surveillance, ainsi que les représentants permanents des personnes morales qui exercent ces fonctions ». Les représentants permanents des personnes morales exerçant les fonctions d'administrateur ou de membre du conseil de surveillance sont assujettis aux obligations des administrateurs ou membres du conseil de surveillance ordinaires. En revanche, il n'est plus question d'y soumettre également les membres du personnel dont la Commission des opé-

rations de bourse estime qu'ils disposent, en raison de leurs fonctions, d'informations privilégiées sur la société.

Les personnes visées par la loi doivent faire mettre sous la forme nominative ou déposer en banque les actions qui leur appartiennent ou qui appartiennent à leurs enfants mineurs non émancipés. Les actions concernées par ces mesures sont celles qui sont émises par la société elle-même, par ses filiales, par la société dont elle est filiale et par les autres filiales de cette dernière société, lorsque ces actions sont admises à la cote officielle ou figurent au relevé quotidien des valeurs non admises à la cote. Les conjoints non séparés de corps des personnes dont il s'agit sont soumises aux mêmes obligations.

L'article 162-1 dans sa nouvelle rédaction ne prévoit plus de déclarations d'acquisition ou d'aliénation de ces actions à la charge des personnes visées.

Un premier délit institué par la loi concerne l'usage d'informations privilégiées. L'article 4 de la loi du 23 décembre 1970 insère dans l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967 un article 10-1 qui punit d'un emprisonnement de deux mois à deux ans et d'une amende de 5.000 à 5.000.000 de francs dont le montant peut être porté jusqu'au quadruple du montant du gain éventuellement réalisé, ou de l'une de ces deux peines seulement, les personnes mentionnées à l'article 162-1 de la loi du 24 juillet 1966 ainsi que toutes autres personnes disposant à l'occasion de l'exercice de leur profession ou de leurs fonctions, d'informations privilégiées sur la marche technique, commerciale et financière d'une société, qui auront réalisé sur le marché boursier, soit directement, soit par interposition de personnes, une ou plusieurs opérations en exploitant ces informations avant que le public en ait connaissance.

Pour être constitué, le délit nécessite « la réalisation d'une opération » sur le marché boursier. Le législateur n'a pas utilisé les notions d'exécution d'un ordre de bourse ou de réalisation d'une transaction qui sont plus précises. Par la généralité des termes employés, les auteurs de la loi laissent aux tribunaux un large pouvoir d'appréciation à cet égard.

Un second élément du délit est l'utilisation d'informations privilégiées obtenues, à l'occasion de l'exercice d'une profession ou de fonctions, sur la marche technique, commerciale et financière d'une société. Le législateur précise que ces informations sont celles qui n'ont pas été portées à la connaissance du public. Bien entendu, le fait qu'un certain nombre de personnes disposent de la même information ne retire pas à celle-ci son caractère privilégié tant qu'elle n'aura pas été publiée. Les informations doivent, d'autre part, avoir été obtenues à l'occasion de l'exercice de la profession ou des fonctions de l'auteur du délit. Les professions ou les fonctions visées sont évidemment celles qui, par nature, peuvent donner un accès direct à des informations privilégiées. Ce sont notamment les fonctions exercées principalement auprès de la société (dirigeants de la société, personnels responsables de tel ou tel secteur) ou exercées occasionnellement à son égard

(experts, techniciens, intermédiaires divers, voire même agents de l'Etat). Toutes ces activités offrent la particularité de permettre la recherche directe de renseignements.

En revanche ne peuvent entrer en ligne de compte des fonctions ne donnant pas par elles-mêmes, une possibilité d'accès direct aux renseignements et ne permettant aucune initiative pour leur recherche.

Un deuxième délit concerne la diffusion de fausses informations. Le second alinéa de l'article 10-1 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 punit des mêmes peines que précédemment ceux qui auront sciemment répandu dans le public des informations fausses ou trompeuses sur la marche technique, commerciale et financière d'une société afin d'agir sur le cours des titres.

Ce deuxième délit correspond à une hypothèse différente de celle envisagée lors du délit précédent. Il ne s'agit plus de faire usage d'informations exactes mais confidentielles en vue d'opérations de bourse avantageuses, mais au contraire de répandre des nouvelles inexactes dans le public afin d'influer sur les cours des titres.

La réalisation d'opérations sur les titres de la société concernée n'est pas nécessaire pour constituer le délit. Il n'est même pas indispensable que l'auteur du délit ait effectivement provoqué des variations de cours des titres. Il suffit d'établir que celui-ci a eu l'intention d'agir sur les cours.

Les informations fausses ou trompeuses doivent avoir été répandues sciemment, c'est-à-dire de mauvaise foi. Le texte prévoit que ces informations peuvent être diffusées « par voies et moyens quelconques », formule très ouverte couvrant les moyens de diffusion les plus variés.

Les dispositions du second alinéa de l'article 10-1 vont permettre en pratique d'effectuer un contrôle plus efficace des informations tendancieuses diffusées parfois sous une forme déguisée. Jusqu'à présent, une information inexacte ainsi diffusée ne pouvait donner lieu qu'à un communiqué rectificatif. Désormais ce genre d'information entraînera la responsabilité pénale de son auteur.

Ces dispositions faciliteront également la surveillance d'informations tendancieuses sur les sociétés, souvent diffusées gratuitement et qui, en fait, n'ont pour objet que de permettre à certaines personnes d'obtenir quelques avantages.

La loi a, par ailleurs, élargi les pouvoirs d'enquêtes de la Commission des opérations de bourse. L'article 5 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 avait attribué à la Commission des opérations de bourse certains pouvoirs d'enquête. La Commission pouvait charger ses agents de se faire communiquer au siège des sociétés, dans les banques et établissements financiers, chez les agents de change et remisiers, toutes pièces utiles telles que contrats, livres, documents

comptables et registres de procès-verbaux. Les agents de la Commission pouvaient également recueillir toutes informations utiles auprès de tiers ayant accompli des opérations pour le compte d'une société.

Le refus de communiquer sur place aux agents de la Commission dûment autorisés par elle les pièces nécessaires à leur mission est sanctionné par les peines prévues à l'article 458 de la loi du 24 juillet 1966, c'est-à-dire par un emprisonnement d'un an à cinq ans et une amende de 2.000 francs à 40.000 francs ou par l'une de ces deux peines seulement.

Ces textes autorisaient des vérifications matérielles sur un point précis, mais ne permettaient pas la mise en œuvre d'une véritable procédure d'enquête puisque les personnes impliquées dans une affaire ne pouvaient pas être convoquées et être entendues régulièrement.

C'est pourquoi la loi du 23 décembre 1970 a inséré dans l'article 5 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 deux alinéas nouveaux prévoyant que la Commission pouvait, après délibération particulière, procéder ou faire procéder par ses agents à la convocation et à l'audition de toute personne susceptible de lui fournir des informations concernant les affaires dont elle est saisie. Les personnes convoquées ont le droit de se faire assister d'un conseil de leur choix. Un décret doit déterminer les modalités des convocations et les conditions dans lesquelles un conseil assistera les personnes convoquées.

L'article 10 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 est complété par un troisième alinéa sanctionnant les personnes qui, sans motif légitime, ne répondent pas à la convocation de la Commission. Ces personnes sont passibles de peines prévues à l'article 484 de la loi du 24 juillet 1966, c'est-à-dire d'une amende de 2.000 francs à 40.000 francs.

La Commission des opérations de bourse dispose ainsi d'une procédure d'enquête comparable aux hearings des commissions anglo-saxonnes. Cette procédure est ouverte sur décision de la Commission qui peut déléguer ses pouvoirs à l'un de ses agents.

Le texte institue enfin une procédure d'avis donné par la Commission des opérations de bourse aux autorités judiciaires pénales.

L'article 12-1 nouveau inséré dans l'ordonnance du 28 septembre 1967 prescrit aux autorités judiciaires de demander l'avis de la Commission lorsqu'elles exercent des poursuites par application des dispositions pénales nouvelles, analysées précédemment. L'avis de la Commission est obligatoire. Il peut être donné à n'importe quel moment de la procédure. C'est ainsi que la Commission pourra déposer un mémoire au moment du jugement de l'affaire.

Le législateur ne s'est pas borné à prévoir une intervention de la Commission des opérations de bourse pour ces seules infractions nouvelles. Il a stipulé que la Commission pouvait également donner son avis — facultativement cette

fois — dans toute procédure pénale visant des infractions commises à l'occasion d'opérations de bourse, ou plus généralement encore pour toute poursuite mettant en cause une société faisant publiquement appel à l'épargne.

Le nouveau texte élargit ainsi le rôle que la Commission est appelée à jouer dans la répression des délits commis en matière de droit des sociétés ou d'opérations de bourse. Des pouvoirs d'enquête renforcés lui permettront d'établir plus facilement l'existence de délits qu'elle pourra signaler aux autorités judiciaires. Par les avis qu'elle donnera à ces autorités, la Commission collaborera à l'œuvre judiciaire avec tout le poids que lui donnent son statut indépendant et les renseignements techniques dont elle dispose.

CHAPITRE V

**La diffusion des valeurs mobilières**



La Commission a toujours marqué à l'égard des organismes de gestion collective de l'épargne, notamment des SICAV, un intérêt particulier en raison du rôle qu'ils peuvent jouer dans le développement des investissements en valeurs mobilières.

Dans les deux précédents rapports ont été indiquées les diverses suggestions qu'elle a présentées au Gouvernement en vue d'assouplir le régime juridique des SICAV, afin de permettre leur adaptation à une concurrence éventuelle d'organismes similaires étrangers. Ces rapports font également état du libéralisme avec lequel la Commission, consciente de l'intérêt qu'il pouvait y avoir à favoriser l'implantation en France de ces sociétés, avait examiné les demandes qui lui avaient été soumises, soit en vue de leur constitution, soit à l'occasion de l'augmentation du plafond autorisé d'émission de leurs actions dans le public.

En 1970, la Commission a poursuivi cette politique et elle a constaté avec satisfaction que ces institutions, dont le rôle a été parfois contesté, continuaient leur expansion en diversifiant leurs objectifs et leur clientèle.

En ce qui concerne les nouvelles formules de placement en plans à long terme, dont elle avait noté les premières ébauches au cours de 1969, la Commission a vu avec intérêt leur développement mais s'est déclarée d'avis de les réglementer.

Enfin, les ordonnances de 1967 sur la participation des salariés aux fruits de l'expansion de l'entreprise et les plans d'épargne d'entreprises ont trouvé en 1970 leur première année d'application, tout au moins en ce qui concerne la gestion des sommes appartenant aux salariés. Celles-ci atteignent le milliard de francs, ce qui est un résultat encourageant.

#### A. — LES SICAV

L'année 1970 marque une étape importante pour les SICAV en raison de l'accroissement très sensible de leur nombre et de l'élargissement de leur clientèle. Toutefois cette expansion ne se répercute pas sur le montant des capitaux nouveaux recueillis au cours de l'année, celui-ci étant du même ordre de grandeur qu'en 1969. Par ailleurs, la baisse des cours constatée sur les divers marchés financiers a eu une incidence, plus ou moins forte suivant les SICAV, sur la valeur liquidative de leurs actions et pour cette raison les performances sont moins favorables que celles de l'année précédente.

Intermédiaires entre les épargnants et les valeurs mobilières, les SICAV fournissent à ceux-ci les avantages d'une gestion collective ; encore faut-il que les résultats obtenus leur soient clairement, objectivement et rapidement diffusés. La Commission s'est préoccupée de cette question et a défini les normes

d'une information trimestrielle, dans une instruction de novembre 1970, qui est entrée en vigueur à compter du 1<sup>er</sup> janvier 1971.

A l'égard des valeurs mobilières, des controverses se font jour sur l'influence que pourraient avoir les SICAV sur le marché boursier. Les accusations qui sont portées à ce sujet contre ces organismes apparaissent injustifiées.

### L'expansion des SICAV

Cette expansion apparaît notamment dans le nombre des SICAV, qui est passé, en un an, de 30 à 53. En outre au 31 décembre 1970, sept autres sociétés étaient en cours de constitution.

En ce qui concerne leurs fondateurs, 16 des 23 nouvelles SICAV ont été créées par des banques avec, pour 5 d'entre elles, le concours de compagnies d'assurances ; ces compagnies ont été à l'origine de 6 autres sociétés ; la dernière est l'émanation d'un groupe financier.

La création par les compagnies d'assurances de 11 SICAV, seules ou en association avec des banques, confirme la tendance observée dès 1969 : ces compagnies prennent maintenant une part active sur le marché de ces titres, notamment en proposant à leur propre clientèle des contrats d'assurances mixtes indexés sur la valeur des actions de SICAV.

Par ailleurs, la constitution de quelques-unes de ces nouvelles SICAV est liée à la mise en place de réseaux de démarchage qui offrent au public des plans d'épargne investis en actions de ces sociétés. Le développement de ces réseaux est examiné ci-après (page 154).

Les objectifs des sociétés nouvelles ont été axés sur l'investissement en capitaux à risques. La quasi-totalité de ces SICAV s'oriente vers des placements en valeurs à revenu variable ; une seule s'est spécialisée en valeurs dites de première catégorie.

<b>ORIENTATION DES NOUVELLES SICAV</b>	<b>1969</b>	<b>1970</b>
Valeurs diversifiées .....	4	22
Obligations .....	2	—
Valeurs de 1 <sup>re</sup> catégorie .....	2	1
<b>TOTAUX</b> .....	<b>8</b>	<b>23</b>

La recherche de plus-values en capital constitue la politique la plus souvent annoncée par les SICAV en valeurs diversifiées ; certaines en font même leur objectif principal, en prévoyant notamment des placements en valeurs dites de croissance. Trois SICAV se sont spécialisées dans des valeurs émises par des sociétés exerçant leurs activités dans le domaine immobilier (Pierre Investissement, Aedificandi et Imsi) ; une autre a pour objet la constitution d'un portefeuille de valeurs internationales (Credinter). Enfin, deux SICAV ont été plus spécialement créées en vue de faciliter la gestion des portefeuilles de la clientèle d'une banque. Tel est le cas de Paribas-Gestion et de Priges, cette dernière ayant la particularité de n'émettre des actions nouvelles qu'au profit des titulaires des comptes gérés par les banques fondatrices.

Ainsi commence à apparaître sur le marché une gamme de SICAV aux orientations diverses, qui offre à l'investisseur une possibilité de choix plus grande. La multiplication des SICAV s'explique par la volonté de chaque établissement de pouvoir présenter à la clientèle une palette aussi variée que celle de leurs concurrents.

Cette expansion en nombre s'accompagne d'un élargissement de la clientèle.

Bien qu'il n'y ait toujours pas de statistiques précises sur les porteurs directs d'actions de SICAV et que le nombre de ceux-ci continue à être évalué à 600.000, il y a tout lieu de supposer que les nouvelles méthodes de vente avec démarchage à domicile et l'entrée en fonctionnement du régime de la participation des salariés mis en place par les ordonnances de 1967 ont contribué à étendre l'implantation des SICAV parmi un public qui, jusqu'à présent, ne s'intéressait pas particulièrement aux valeurs mobilières. En outre, l'indexation de certains contrats d'assurance crée une nouvelle catégorie de détenteurs indirects d'actions de SICAV.

En ce qui concerne les salariés qui ont opté, par l'intermédiaire de fonds communs, pour un placement en actions de SICAV des avoirs détenus au titre de la participation ou de plans d'épargne, on estime qu'au 31 décembre 1970 ils étaient propriétaires d'environ 5 % des actions émises par l'ensemble des SICAV (la part des placements en ces actions effectués directement sans passer par l'intermédiaire d'un fonds commun n'est pas incluse dans ce pourcentage).

La multiplication du nombre des SICAV et l'élargissement de leur clientèle n'ont pas abouti néanmoins à une nouvelle augmentation des souscriptions nettes. En effet celles-ci se situent au même niveau que celles recueillies en 1969, soit à un peu plus de 3 milliards de francs.

### SOUSCRIPTIONS NETTES AUX ACTIONS DE SICAV

(Millions de francs)

	1969	1970
	Premier trimestre .....	923
Deuxième trimestre .....	895	865
Troisième trimestre .....	437	565
Quatrième trimestre .....	784	812
<b>TOTAUX</b> .....	<b>3.039</b>	<b>3.032</b>

Ce tableau fait apparaître un maintien du rythme des souscriptions qui, au cours de l'année 1969, avait accusé un certain fléchissement, tout en assurant un apport de capitaux très supérieur à celui des années antérieures.

La répartition des capitaux reçus par nature de SICAV (valeurs diversifiées, valeurs à revenu fixe et valeurs dites de première catégorie) montre une augmentation très forte pour les SICAV en valeurs diversifiées et une diminution sensible par les deux autres types de placement.

SICAV	1969		1970	
	Nombre de sociétés	Montant capitaux reçus (millions francs)	Nombre de sociétés	Montant capitaux reçus (millions francs)
En valeurs diversifiées .....	19	1.686	41	2.074
En valeurs à revenu fixe .....	8	1.006	8	726
En valeurs première catégorie ..	3	347	4	232
<b>TOTAUX</b> .....	<b>30</b>	<b>3.039</b>	<b>53</b>	<b>3.032</b>

Depuis 1964, année de la création des premières SICAV, ces institutions ont recueilli près de 10 milliards, exactement 9.867 millions.

Compte tenu des investissements réalisés avec les capitaux ainsi recueillis, les actifs nets gérés, par les 53 SICAV en fonctionnement au 31 décembre 1970, s'élèvent à 13.096 millions (contre 9.656 millions en 1969). Ces sommes se décomposent ainsi :

**ACTIFS NETS DES SICAV EN FIN D'ANNÉE**

	1969		1970	
	Millions de francs	Pourcentage	Millions de francs	Pourcentage
Portefeuille .....	8.747	90,6	11.994	91,6
Actions françaises ....	2.118	21,9	2.975	22,7
Actions étrangères ....	1.443	14,9	2.088	16,0
Obligations françaises .	4.862	50,4	6.653	50,8
Obligations étrangères .	324	3,4	278	2,1
Liquidités .....	909	9,4	1.102	8,4
<b>TOTAUX .....</b>	<b>9.656</b>	<b>100</b>	<b>13.096</b>	<b>100</b>

Par catégorie de SICAV, la répartition des actifs nets est la suivante :

	SICAV EN VALEURS DIVERSIFIEES		SICAV EN VALEURS A REVENU FIXE	
	Millions de francs	Pourcen- tage	Millions de francs	Pourcen- tage
<b>I. — 31 DECEMBRE 1969</b>				
Portefeuille :				
Actions françaises .....	1.972	36,8	145	3,4
Actions étrangères .....	1.412	26,4	32	0,7
Obligations françaises .....	1.249	23,3	3.613	84,0
Obligations étrangères .....	123	2,3	201	4,7
Liquidités .....	597	11,2	311	7,2
<b>TOTAUX .....</b>	<b>5.353</b>	<b>100</b>	<b>4.302</b>	<b>100</b>
<b>II. — 31 DECEMBRE 1970</b>				
Portefeuille :				
Actions françaises .....	2.722	35,5	253	4,7
Actions étrangères .....	2.016	26,3	72	1,3
Obligations françaises .....	2.084	27,2	4.569	84,1
Obligations étrangères .....	139	1,8	139	2,6
Liquidités .....	701	9,2	400	7,3
<b>TOTAUX .....</b>	<b>7.662</b>	<b>100</b>	<b>5.433</b>	<b>100</b>

Compte tenu de la baisse des cours des actions qui a caractérisé les bourses en 1970, les performances des SICAV ne pouvaient qu'être moins bonnes que celles de l'année précédente. Toutefois, en moyenne, ces performances restent meilleures que celles des indices boursiers. Ce sont les actions des SICAV obligations qui ont enregistré les meilleurs résultats (— 1 % à + 3,4 %) ; les actions des SICAV en valeurs diversifiées présentent en revanche des baisses de 3 à 15 %, à l'exception des actions de deux d'entre elles qui ont maintenu leur position.

### **L'information donnée par les SICAV**

A l'exemple des sociétés exerçant leurs activités dans le domaine industriel ou commercial, les SICAV doivent diffuser des indications sur leur gestion et les résultats qu'elles obtiennent. Mais, plus encore que pour toute autre, cette politique de l'information revêt, en ce qui les concerne, une importance considérable car elles jouent par leur objet le rôle d'intermédiaire entre les valeurs mobilières et le public. Apportant à celui-ci le bénéfice d'une gestion collective, elles se doivent d'en présenter le résultat avec le maximum de clarté, d'objectivité et de rapidité. La loi leur a imposé à cet égard certaines diligences mais celles-ci resteraient insuffisantes si elles n'étaient pas élargies et orientées vers une meilleure présentation. Les efforts déjà effectués ne pouvaient qu'être encouragés et développés.

Comme toutes les sociétés qui font publiquement appel à l'épargne, les SICAV sont tenues d'établir une note d'information, mais, étant donné le caractère continu des émissions, la Commission avait limité la diffusion de celle-ci aux six premiers mois suivant leur création. Cette limitation se justifiait par le fait que les SICAV publient tous les trimestres, conformément à la loi, un état de leur portefeuille et qu'elles ont pris l'habitude de diffuser une plaquette qui est mise à la disposition du public et qui fournit en plus du portefeuille quelques autres renseignements.

Devant l'extension des SICAV et le développement de leur clientèle, il est apparu opportun à la Commission de veiller à ce que les informations données trimestriellement aux épargnants soient non seulement claires et objectives, mais également complètes, pour permettre aux actionnaires une comparaison aisée des diverses formes de SICAV qui leur sont proposées. Mais, plutôt que d'établir tous les trois mois une note d'information, ce qui aurait été d'une lourdeur excessive, il a paru préférable d'utiliser comme support de l'information les plaquettes déjà diffusées, en améliorant leur contenu.

A cet effet, la Commission a publié en novembre 1970 une instruction dans laquelle sont précisés les renseignements que doivent au moins contenir ces publications trimestrielles et exposées les règles générales auxquelles sont soumises les indications complémentaires qui pourraient en outre être présentées au public. Les SICAV qui se soumettent à ces dispositions sont dispensées de la publication de toute note d'information, tant au moment de leur création qu'ultérieurement.

Parmi les renseignements obligatoires figurent, en plus de l'inventaire des actifs, des tableaux ou graphiques faisant ressortir la décomposition du portefeuille constitué, l'évolution des actifs, de la valeur liquidative et des dividendes versés ; il s'y ajoute un rappel de l'orientation choisie par la SICAV pour sa politique de placement. Parmi les renseignements facultatifs sont men-

tionnées les modifications apportées pendant le trimestre à la composition du portefeuille et des actifs : la Commission a estimé souhaitables ces indications sans pour autant les rendre obligatoires, une certaine souplesse apparaissant indispensable en ce domaine afin de ne pas contrarier certaines opérations dont l'exécution, en raison de l'état du marché, exige des délais parfois importants.

Au cours des derniers mois de l'année des controverses se sont fait jour documents diffusés par les SICAV et plus particulièrement des rapports annuels. A ce sujet, elle étudiera s'il n'est pas possible de parvenir à une harmonisation des méthodes de comptabilisation et de présentation des comptes, afin de faciliter encore les comparaisons entre SICAV.

Enfin, la Commission réunit, sous forme d'études mises à la disposition du public, des renseignements sur le développement des SICAV au cours de l'année ou du semestre précédent. Ces études fournissent des statistiques globales sur les capitaux recueillis par les sociétés, le montant des actifs nets gérés, ainsi que certains éléments comparatifs tels que l'évolution de la valeur liquidative des actions ; elles ont également conduit à une analyse des bilans et des comptes de profits et pertes.

Ces études permettent une meilleure connaissance de l'activité des SICAV et complètent l'information donnée aux épargnants. A cet égard, la Commission pense que la plupart de ces travaux devraient être effectués et diffusés à l'initiative des SICAV elles-mêmes, mais cette éventualité qui, sur sa demande, a fait l'objet d'un examen au sein de l'Association des sociétés et fonds français d'investissement ne semble pas devoir pour l'instant se concrétiser.

### **Les SICAV et le marché boursier**

Au cours des derniers mois de l'année des controverses se sont fait jour sur le rôle des SICAV à l'égard du marché boursier. Deux critiques principales leur sont faites. D'une part, ces organismes sont accusés de faire disparaître progressivement les opérateurs particuliers. D'autre part, on leur reproche d'exercer une influence déprimante sur les cours en s'abstenant d'acheter dans les périodes calmes alors qu'ils devraient au moins animer le marché, sinon intervenir pour régulariser les cours et plus précisément les soutenir en période de baisse.

En ce qui concerne la concurrence faite à la clientèle directe des valeurs mobilières, la transformation systématique en actions de SICAV des portefeuilles des particuliers, si elle a été encouragée au départ, ne constitue plus le moyen de développer les sociétés existantes. Les renseignements disponibles, encore fragmentaires, indiquent qu'une grande partie des souscriptions d'actions de SICAV provient maintenant de personnes qui ne possédaient pas jusqu'alors de valeurs mobilières. On espère également que ces nouveaux

investisseurs, venus à la bourse par les SICAV, désireront posséder un jour des titres directement. Comme néanmoins ces indications restent floues et qu'aucune statistique précise ne vient les appuyer, il apparaît indispensable que soient effectuées des études permettant une meilleure connaissance de ce nouvel actionnariat.

En ce qui concerne les effets de leur gestion sur les cours, il faut d'abord considérer que l'objet des SICAV est de gérer au mieux les intérêts de leurs actionnaires, c'est-à-dire le portefeuille de valeurs mobilières qu'elles ont constitué avec les sommes recueillies : investir les fonds ainsi obtenus dans les meilleures conditions doit être le souci primordial des gestionnaires ; si ceux-ci interviennent sur le marché, c'est en prenant seulement en considération les intérêts qui leur sont confiés.

Certes, toutes les SICAV étant gérées par des spécialistes disposant souvent des mêmes informations et procédant à des études similaires, on peut craindre que leur gestion ne soit orientée dans le même sens et n'aboutisse de ce fait à créer ou à accentuer des mouvements boursiers. L'expérience montre que la diversité des décisions prises est grande, les gestionnaires agissant souvent contradictoirement les uns par rapport aux autres ; l'examen comparatif des portefeuilles chaque fin de trimestre atteste cette variété et apporte des apaisements sur le risque d'une coïncidence des politiques de placement.

Les valeurs françaises à revenu variable détenues en portefeuille par les SICAV (un peu moins de 3 milliards de francs) rapportées à la capitalisation des mêmes valeurs admises à la cote officielle et négociées à la bourse de Paris (127 milliards de francs) représentent un pourcentage légèrement supérieur à 2,35 % (contre 2 % au 31 décembre 1969). Un tel chiffre indique que l'influence de ces organismes sur le marché reste encore très faible (aux U.S.A., le chiffre correspondant serait de l'ordre de 8 % pour les mutual funds). Il est vrai que leurs interventions peuvent être beaucoup plus fortes sur un nombre réduit de valeurs.

Les critiques selon lesquelles certaines SICAV conservent trop de liquidités ou effectuent trop de placements en valeurs étrangères paraissent mal fondées. Il ne saurait être question, pour des raisons de bonne gestion, d'exiger des gestionnaires qu'ils investissent la totalité des fonds recueillis si, dans une conjoncture de baisse des cours et de hausse des taux, ils trouvent un meilleur placement, généralement temporaire, pour ceux-ci. Sur le second point, les craintes exprimées apparaissent exagérées car, au 31 décembre 1970, les valeurs étrangères ne représentaient que 18 % des avoirs investis (29 % pour les SICAV en valeurs diversifiées), alors que les liquidités atteignent 8,4 % (9,2 % pour les SICAV en valeurs diversifiées). Il est vrai que l'acquisition de valeurs étrangères est actuellement découragée par l'existence de la devise-titre qui représente une prime coûteuse.

Au stade actuel de leur développement, les SICAV ne paraissent pas avoir apporté de troubles décelables au fonctionnement du marché. Comme elles

représentent une forme d'investissement bien adaptée à la petite épargne, par la simplicité de son mécanisme et la stabilité de son évolution, elles sont certainement appelées à se développer encore dans l'avenir. A cause des mêmes qualités, elles conviennent à des opérations diverses, comme la gestion des capitaux d'assurance-vie ou des sommes provenant de l'intéressement. Certes, la multiplication de leur nombre peut dérouter les investisseurs ou déjouer le contrôle ; néanmoins, la Commission ne voit pas au nom de quel principe elle pourrait ne pas reconnaître à un nouveau projet le droit d'être réalisé, si les conditions de sa création ne diffèrent pas de celles des sociétés déjà autorisées. Quant au gonflement de leurs actifs, il pourra poser un problème aux gestionnaires, mais, sauf apparition d'une conjoncture brutalement défavorable, les montants actuels ne paraissent pas avoir atteint des niveaux où la gestion serait paralysée, ou devrait recourir massivement à l'investissement en valeurs étrangères. Le problème des conflits d'intérêt potentiels que peuvent connaître ces sociétés du fait qu'elles sont animées par des banquiers ayant des relations d'affaires avec les sociétés cotées devra tout de même faire l'objet d'un examen.

## B. — LE DEMARCHAGE

Le placement des actions de SICAV est entré depuis un an dans une nouvelle phase avec l'apparition en France de réseaux de démarchage spécialisés.

Jusqu'en 1969, la sollicitation du public pour un investissement en ces valeurs s'est effectuée principalement, sinon uniquement, par l'intermédiaire des guichets de banque. A cet égard, les grandes banques de dépôts, notamment nationalisées, ont joué, en raison de leur très large implantation géographique, un rôle prépondérant ; grâce à leurs réseaux, leurs SICAV ont connu une expansion beaucoup plus forte que celles qui ont été créées par les autres établissements bancaires.

Toutefois, après quelques années d'expérience, il n'a pas semblé que cette seule diffusion « bancaire » ait permis aux SICAV d'atteindre l'objectif essentiel qui leur avait été assigné, à savoir la collecte d'une épargne nouvelle prête à s'investir en valeurs mobilières. Le rapport présenté au Conseil économique et social par le Président Lorain, en janvier 1968, déplorait l'insuffisance des résultats obtenus à cet égard ; il souhaitait un renversement de cette situation par l'emploi de moyens de publicité plus développés ou de procédés rénovés de démarchage.

La Commission des opérations de bourse, ayant examiné dès ses premiers mois d'entrée en fonction le problème des SICAV, concluait que le rôle de

ces organismes n'était pas aussi important qu'il pourrait l'être et suggérait au Ministre de l'économie et des finances un certain nombre de mesures de nature à remédier à cette situation, notamment en facilitant l'implantation en France de nouvelles méthodes de vente.

C'est dans cette voie que, depuis l'année 1969 se sont engagés certains groupes financiers ou bancaires, bientôt suivis par d'autres banques, même de dépôts, auxquelles les nouveaux réseaux ainsi créés risquaient de faire une sérieuse concurrence. Ainsi au 31 décembre 1970, douze réseaux étaient en fonction, proposant au public des « plans » d'investissement en actions de SICAV et quelquefois en autres valeurs.

Commercialisés sous des noms différents, ces plans appartiennent en fait à trois types :

- Le plan comptant qui enregistre des souscriptions isolées d'un montant minimum imposé ;
- Le plan d'accumulation qui engage le souscripteur à une série de versements mensuels, échelonnés généralement sur dix ans ;
- Le plan de retrait automatique qui, à partir d'un capital minimum versé au départ, éventuellement accru de versements complémentaires, permet au souscripteur de s'assurer des ressources périodiques.

Aux deux premiers types de plan peut être éventuellement adjoint un engagement d'épargne à long terme qui, sous réserve du respect de certaines conditions légales, bénéficie d'avantages fiscaux.

Les promoteurs de ces plans sont des groupes financiers, établissements bancaires et compagnies d'assurance, offrant certaines garanties en ce qui concerne tant la qualité des produits mis en vente, c'est-à-dire les actions de SICAV qu'ils ont le plus souvent créées et gèrent eux-mêmes, que les méthodes de commercialisation employées, lesquelles ne sont pas sans incidence sur le renom de la maison d'origine.

Néanmoins, les pouvoirs publics ne pouvaient se désintéresser de l'effet que peuvent avoir ces méthodes nouvelles sur le comportement de l'épargne face aux diverses possibilités de placement et, par conséquent, sur le moyen de financement des investissements ; en outre, un souci de protection de l'épargne devait les conduire à définir quelques principes et à fixer un minimum de règles afin d'éviter certains excès et de s'assurer que l'implantation de ces réseaux et la diffusion des plans s'effectuent dans de bonnes conditions. L'intervention des autorités touche deux aspects : le premier concerne les méthodes de commercialisation ainsi que l'organisation et la gestion des réseaux mis en place pour les appliquer ; le second a trait aux modalités des plans et aux principes d'une information donnant aux souscripteurs les moyens de se décider en toute connaissance de cause.

## **La réglementation**

Les dispositions actuelles réglementant le démarchage résultent d'un décret-loi du 8 août 1935, qui n'est pas adapté au placement des actions de SICAV ou à la souscription de plans d'épargne. Aussi, le Ministère de l'économie et des finances a-t-il préparé un nouveau texte sur lequel la Commission des opérations de bourse a été appelée à émettre un avis.

Ce projet, en sa forme actuelle, envisage tout d'abord de moderniser la notion de démarchage en y englobant l'envoi de documents au domicile des particuliers, d'élargir la liste des établissements expressément habilités à recourir au démarchage et de préciser le statut du démarcheur.

Pour les opérations qui, en raison de leur complexité ou de leur durée, peuvent le plus facilement se prêter à des abus en matière de publication ou de démarchage, tels les plans d'épargne en actions de SICAV, des documents d'information objectifs devraient être visés par la Commission des opérations de bourse, laquelle garderait un droit de surveillance générale sur tous les autres documents utilisés par les démarcheurs ou servant à la publicité. En cas de démarchage par visite au domicile des particuliers, il serait institué un délai de quinze jours pendant lequel le souscripteur pourrait résilier son contrat sans avoir à supporter aucun frais. Enfin, le Ministre de l'économie et des finances aurait le pouvoir de fixer la nature et le montant maximal et minimal des frais et commissions prélevés par les établissements chargés de la gestion desdits plans.

Ainsi conçu, ce projet, qui apporte en outre des compléments à la réglementation actuelle sur les opérations d'assurances et de capitalisation, doit être déposé prochainement devant le Parlement. Mais d'ores et déjà, les réseaux existants ont été invités à respecter un certain nombre de règles destinées à permettre aux souscripteurs des plans de connaître aussi clairement que possible la portée des engagements qu'ils prennent.

## **Les conditions effectives des plans**

Devant la multiplicité des réseaux de démarchage qui proposent des plans aux modalités diverses, la Commission a estimé souhaitable que soient définis certains principes dont l'application serait rendue obligatoire. Après étude des divers dossiers, elle a retenu une série de mesures qu'elle a soumise à l'approbation du Ministre de l'économie et des finances.

Pour la Commission, il est nécessaire en effet, si l'on désire le succès de ces nouvelles méthodes de placement, qu'une information claire et objective

soit donnée tant sur les buts recherchés que sur les modalités proposées pour les atteindre.

Ce souci de clarté et d'objectivité conduit tout d'abord à proscrire toute promesse inconsidérée sur les perspectives de croissance du capital investi. Sur le bulletin d'adhésion aux plans, la Commission demande que soit mentionné de façon apparente le principe qu'aucune garantie ne peut être donnée à ce sujet, les actions de SICAV étant soumises aux aléas des conjonctures économique et boursière.

Le même souci justifie la présentation au souscripteur démarché de documents exposant les modalités des plans qui lui sont proposés. La Commission attache une grande importance à ce que les informations données dans ces documents soient complètes et précises afin de permettre à tout épargnant de prendre sa décision en connaissance de cause.

A cet égard, la Commission juge indispensable que ces documents fassent apparaître très clairement le coût pour le souscripteur de chacun des plans proposés. Elle a constaté que la variété des frais prévus qui s'ajoutent les uns aux autres ne permettait pas au souscripteur d'avoir une vision nette des charges qu'il aurait à supporter et de comparer sous l'angle des frais qu'il paierait les divers produits qui lui étaient concurremment offerts. Aussi a-t-elle demandé que tous les frais autres que le droit d'entrée de la SICAV, soient regroupés au sein d'une commission unique, dont la perception peut être échelonnée de diverses manières dans le temps, mais qui représente toujours un pourcentage de capitaux nominaux versés. Ceci permet au souscripteur de connaître sans erreur la part de ses versements qui est investie et celle qui sert à couvrir les frais du réseau et de la gestion des plans. Cette information n'est pas sans intérêt quand on songe que l'éventail de ces frais s'étale de 5 % à 13 %. Il y a là un élément de concurrence qui ne doit pas échapper à l'épargnant.

En ce qui concerne l'échelonnement des prélèvements, les réseaux s'efforcent de prélever au départ le maximum de frais afin de pouvoir rémunérer convenablement leurs démarcheurs dès l'ouverture du plan et d'inciter les souscripteurs à respecter leurs engagements successifs. Une telle pratique constitue néanmoins pour le souscripteur des charges assez lourdes la première année ; ces charges deviennent des pénalités en cas d'abandon du plan, le capital effectivement investi étant seul remboursé.

Un souci de protection des épargnants a conduit deux pays étrangers à prévoir par une disposition législative une limitation du montant des frais prélevés au cours de la première année par rapport aux sommes versées ; en République fédérale d'Allemagne, la loi de 1969 prescrit qu'un tiers au plus des versements effectués au cours de la première année peut être utilisé à la couverture des frais, le solde devant être uniformément réparti sur les versements ultérieurs ; aux Etats-Unis une nouvelle loi, non encore entrée en application, prévoit un choix entre deux limites : soit 50 % des versements

effectués au cours des treize premiers mois mais à la condition que le réseau s'engage à rembourser au souscripteur qui décide d'annuler son plan au cours des trois premières années la part des commissions excédant 15 % des capitaux versés, soit la perception au cours de chacune des trois premières années de 20 % au maximum des versements annuels sans que le total puisse dépasser dans les quatre premières années 64 % des sommes versées.

L'application d'un principe semblable en France a paru indispensable à la Commission et, entre les deux systèmes, elle a choisi celui de la République fédérale d'Allemagne ; en conséquence, elle a proposé que les frais perçus au cours de la première année ne dépassent pas 33 % du montant des capitaux versés et que le solde s'échelonne également sur tous les versements restant à effectuer jusqu'à l'échéance du plan.

Sous réserve de quelques modifications justifiées par l'expérience, ces principes sont à présent observés par la majorité des réseaux existants. Lorsque le projet de loi sera adopté, ils feront l'objet de dispositions réglementaires prises par le Ministre de l'économie et des finances. La Commission des opérations de bourse, pour sa part, fixera par instruction les points qui dépendront de sa responsabilité.

### **Les résultats**

Au 31 décembre 1970, les douze réseaux réunissent les services de 1.800 démarcheurs qui ont placé 13.900 plans dits comptant pour 524 millions de francs et 24.500 plans à versements périodiques représentant un engagement total de 1.400 millions de francs.

### *C. — L'INTÉRESSEMENT*

L'année 1970 a été celle de la mise en application de la grande majorité des accords de participation qui, pour la plupart, avaient été conclus au cours des derniers mois de 1969. A fin décembre 1970, 5.778 accords, dont 25 % d'accords dérogatoires, avaient été signés, dans 6.515 entreprises employant environ 3 millions de salariés. Comparés aux évaluations faites initialement, qui indiquaient 10.000 entreprises employant environ 4 millions de salariés, les résultats peuvent être considérés comme satisfaisants, puisque 65 % des entreprises et 75 % des salariés concernés se trouvent actuellement couverts par un accord de participation.

Parmi ces accords, 56 % décident le placement des fonds dans l'entreprise, sous forme de comptes courants bloqués, ou exceptionnellement d'obligations. L'attribution aux salariés d'actions de l'entreprise ne représente que 0,5 % des cas.

Environ 43 % des accords prévoient que les sommes provenant de la réserve de participation seront investies en valeurs mobilières : pour 41 % des accords, ces sommes sont gérées par l'intermédiaire d'un fonds commun de placement. Moins de 6 % des accords ont instauré un plan d'épargne.

Les fonds communs de placement sont, en grande majorité, gérés par des sociétés de gestion fondées par des banques, des compagnies d'assurance ou des caisses de retraite. Vingt entreprises seulement, dont 9 institutions financières, les gèrent elles-mêmes.

Conformément aux dispositions légales, la Commission reçoit les déclarations d'activité des sociétés de gestion et les règlements des fonds communs de placement. A cette occasion, elle procède à un contrôle systématique des articles de ces règlements afin de s'assurer de leur conformité avec les prescriptions légales et de la préservation des droits des salariés. Cet examen conduit la Commission à prendre position sur des cas particuliers qui lui sont signalés ; elle s'efforce, en accord avec les services des ministères intéressés, de régler les problèmes soulevés au mieux des intérêts des participants.

Au 31 décembre 1970, 31 sociétés de gestion, sur les 32 qui ont adressé leur déclaration d'activité, fonctionnent effectivement. La création de 1.664 fonds communs de placement, dont 345 constitués dans le cadre d'un plan d'épargne, a été déclarée à la Commission. Parmi ces fonds communs qui concernent 2.577 entreprises, 1.607 sont des fonds communs individualisés par entreprise ou groupe d'entreprises (dont 79 seulement prévoient le placement d'une partie des avoirs en valeurs de l'entreprise) et 57 des fonds communs multi-entreprises qui ont enregistré l'adhésion de 887 entreprises.

Fin 1970, 1.500 fonds communs sont en activité contre 310 fin 1969. Les actifs gérés atteignent environ 1 milliard de francs contre 115 millions au 31 décembre 1969. Cette forte augmentation provient du fait que les sommes dues au titre des exercices 1968 et 1969 ont été versées, dans la majorité des cas, en 1970.

Il est trop tôt pour connaître la décomposition de ces sommes entre celles qui ont été attribuées au titre de l'intéressement et celles qui ont été versées dans un plan d'épargne, mais il semble que ces dernières ne doivent représenter qu'un faible pourcentage.

Le milliard de francs ainsi recueilli par les fonds communs de placement est placé à concurrence de 70 % en actions de SICAV et pour un peu plus de 20 % en valeurs diversifiées, dont environ 5 % en actions de l'entreprise. Il a été ouvert 1,4 million de comptes, ce qui donne une moyenne de l'ordre de 710 francs par compte.

Comparés à l'évolution de la bourse au cours de l'année 1970, les résultats enregistrés par les fonds communs sont dans l'ensemble assez bons. Dans la majorité des cas, la valeur liquidative des parts se situe, fin 1970, entre — 3 % et + 5 % par rapport à leur valeur initiale de création.

Considérant qu'une bonne connaissance de la gestion des fonds communs est un facteur important pour la réussite du système de la participation des salariés, la Commission a, au cours de cette année, apporté une attention particulière aux informations données aux salariés, notamment sur les résultats de cette gestion.

L'étude des rapports établis pour les 310 fonds communs en activité au 31 décembre 1969 a montré que des améliorations devaient être apportées à l'établissement des rapports de gestion qui sont adressés aux salariés. La Commission a précisé, dans une instruction de décembre 1970, les renseignements minimaux que doivent contenir ces rapports ainsi que leur mode de présentation afin de les rendre facilement accessibles aux adhérents des fonds.

La Commission a également attiré l'attention des sociétés de gestion sur le fait que les rapports ne sont qu'un instrument de base minimum pour l'information des salariés, et les a invitées à employer les moyens les plus efficaces en vue de développer l'éducation des salariés en matière de valeurs mobilières. Ces sociétés peuvent, en effet, avoir une action très importante par les contacts permanents qu'elles ont avec les conseils de surveillance, par les conférences explicatives qu'elles sont amenées à faire auprès des salariés eux-mêmes, par les publications qu'elles diffusent ou par tous autres moyens.

La Commission souhaite être tenue informée des actions entreprises en ce domaine ainsi que des difficultés rencontrées, et elle a demandé la communication de tous documents, circulaires ou prospectus qui sont adressés aux salariés des entreprises ou à leurs représentants.

Enfin, consciente de certaines difficultés auxquelles se heurtent les sociétés de gestion dans l'exercice de leur mission, la Commission est intervenue auprès des services ministériels compétents pour appuyer des demandes formulées par ces sociétés, dont certaines, pour aboutir, nécessitent une modification des textes législatifs ou réglementaires actuellement en vigueur.

CHAPITRE VI

**La Commission  
des opérations de bourse et le public**



Toutes les interventions de la Commission sur les sociétés ou les intermédiaires financiers tendent à informer et à protéger les actionnaires et le public. Mais la Commission est également, dans certaines circonstances, en contact direct avec les investisseurs particuliers.

D'une part, l'ordonnance du 28 septembre 1967 a habilité la Commission à recevoir de tout intéressé les plaintes, réclamations et pétitions qui entrent par leur objet dans sa compétence, et à leur donner la suite qu'elles comportent.

D'autre part, la Commission a pris elle-même l'initiative d'entrer directement en rapport avec le public, que ce soit en lui ouvrant l'accès aux dossiers non confidentiels qu'elle détient sur les sociétés, ou en diffusant des études ou des communiqués.

#### A. — LES PLAINTES, RÉCLAMATIONS ET SUGGESTIONS

La Commission des opérations de bourse a reçu, au cours de l'année 1970, 335 plaintes, réclamations ou suggestions concernant les sociétés et l'organisation ou le fonctionnement du marché des valeurs mobilières.

Elle avait reçu sur les mêmes sujets 211 lettres en 1969 et 120 lettres en 1968. Ces chiffres révèlent l'intérêt croissant du public pour l'action menée par la Commission dans le domaine de l'information et en matière de surveillance du marché.

Les requêtes reçues en 1970 peuvent être classées selon leur objet de la manière suivante :

Suggestions concernant :

Les sociétés .....	38
La bourse .....	8

Réclamations diverses ou demandes de renseignements concernant :

Les sociétés .....	83
La bourse .....	28

Affaires à caractère contentieux concernant :

Les sociétés .....	167
La bourse .....	8
Les banques .....	3

TOTAL .....	<u>335</u>
-------------	------------

Les suggestions reçues au cours de l'année continuent à être en progression sur les années précédentes. Elles portent en grande partie sur l'information des actionnaires.

Les plaintes sont en forte progression et visent, pour la plupart, des sociétés. Leur nombre a plus que triplé par rapport à l'année 1969. Il faut souligner cependant que les mêmes faits donnent lieu parfois à plusieurs plaintes de telle sorte que les 167 lettres reçues à l'encontre des sociétés concernent en définitive un nombre de litiges nettement plus réduit, qui approche la centaine.

### **Suggestions.**

La Commission des opérations de bourse reçoit de nombreuses lettres proposant une amélioration des pratiques suivies ou des réglementations en vigueur en ce qui concerne le marché boursier et la vie des sociétés.

Près de la moitié des suggestions ont été plus ou moins directement suscitées par des initiatives de la Commission, qu'il s'agisse de son rapport annuel, des documents qu'elle publie ou des communiqués qu'elle diffuse. En revanche, lorsqu'elle a formellement demandé à recevoir tout avis sur les modifications à apporter à la réglementation de l'information exigée des sociétés faisant publiquement appel à l'épargne, elle n'a reçu, en dehors de la consultation officielle des organismes compétents, que trois lettres. Cette procédure de consultation s'est en définitive révélée décevante.

De nombreuses lettres, écrites sur la seule initiative d'actionnaires particuliers, visent très directement la gestion des sociétés. Loin de s'en remettre aux décisions des conseils d'administration, les correspondants de la Commission manifestent le désir de prendre une part active aux décisions prises. de comprendre les résultats de la politique menée par les dirigeants.

Pour une part importante, ces suggestions concernent des questions de présentation comptable et de calcul de bénéfice. Le contrôle des comptes de la société par les commissaires aux comptes ou les commissaires aux apports est d'ailleurs visé à cette occasion. Il arrive que l'impartialité des commissaires soit mise en doute et qu'un mode de désignation garantissant davantage leur indépendance soit réclamé.

Certaines suggestions ont trait à la presse financière dont le rôle et les méthodes sont parfois critiqués et qui devrait faire l'objet, selon ces requérants, d'une surveillance étroite de la part de la Commission des opérations de bourse.

Des actionnaires soulignent enfin qu'en raison des lenteurs, des difficultés de tous ordres et du coût des procédures, ils ne peuvent que rarement se

résoudre à saisir la justice et demander par ce moyen la réparation des torts qu'ils ont subis. Ils demandent que les attributions de la Commission des opérations de bourse soient élargies pour lui permettre soit d'assister les actionnaires minoritaires au cours de leurs procès soit d'ester directement en justice pour le compte des actionnaires et dans l'intérêt général.

Par ailleurs les actionnaires particuliers ont fait des propositions tendant à une amélioration du fonctionnement du marché. Certains correspondants suggèrent d'utiliser des expédients pour réanimer le marché. D'une façon générale, les auteurs de ces lettres considèrent que le fonctionnement actuel de la bourse n'est pas satisfaisant pour les particuliers. La réglementation du marché leur paraît peu explicite et parfois volontairement obscure. Le sentiment généralement exprimé est que cette situation favorise exagérément les professionnels au détriment de la clientèle privée. Certaines suggestions tendent à limiter la place des SICAV, accusées d'avoir une influence défavorable sur les cours en raison des moyens dont elles disposent.

Dans l'ensemble, les correspondants de la Commission suggèrent que celle-ci exerce une surveillance plus étroite sur le fonctionnement du marché. Des améliorations de la procédure d'introduction sont, comme chaque année, proposées.

### **Réclamations et demandes de renseignements.**

Les correspondants de la Commission, en cette matière, sont pour moitié des particuliers, le reste étant représenté par des sociétés ou des professionnels.

Dans les lettres des particuliers, les demandes de renseignements et les plaintes sont souvent confondues. Il arrive en effet assez fréquemment que, par ignorance de la réglementation, un incident donne lieu à une réclamation qui nécessite simplement une mise au point de la part de la Commission.

Ces réclamations visent à la fois des opérations de bourse et des problèmes de société.

En matière d'opérations de bourse, les particuliers ont adressé à la Commission des réclamations et de nombreuses demandes de renseignements sur l'exécution d'ordres de bourse, sur les difficultés d'échange de titres, sur les situations respectives des titres des sociétés-mères et de leurs filiales, sur les problèmes de taxation fiscale etc.

Le nombre et la variété de ces réclamations ou demandes de renseignements soulignent l'insuffisance de l'information des intéressés sur les règles de fonctionnement du marché et la nécessité de donner à celles-ci une forme claire et facilement accessible au public.

En matière de sociétés, des particuliers ont demandé à la Commission des renseignements sur le fonctionnement de sociétés en difficulté, soit que celles-ci aient pratiquement cessé leurs activités depuis plusieurs années, soit qu'elles aient été déclarées en état de règlement judiciaire. Il est apparu dans ce dernier cas que les administrateurs désignés par voie de justice pour mener les opérations n'avaient pas de directives pour les contacts — pourtant indispensables — à établir avec les actionnaires et qu'ils se préoccupaient essentiellement des intérêts des créanciers. La Commission a entrepris les démarches nécessaires pour porter remède à cette situation et faire en sorte qu'un minimum d'information soit fourni aux actionnaires sur la situation de leur société.

Certains actionnaires ont interrogé la Commission sur leur droit à l'information et lui ont fait part des réticences qu'ils rencontraient de la part de sociétés. Un des problèmes soulevés assez fréquemment, à cet égard, est celui de la personnalité de leurs administrateurs et du montant des rémunérations accordées aux principaux dirigeants des sociétés. Il semble que les sociétés aient parfois des réticences à renseigner convenablement les actionnaires sur ces points.

Des sociétés et des professionnels se sont, de leur côté, adressés à la Commission des opérations de bourse, notamment pour demander son avis sur l'interprétation de certaines dispositions législatives et réglementaires en vigueur. C'est ainsi que la Commission a reçu de nombreuses demandes d'éclaircissement au sujet du statut des sociétés faisant publiquement appel à l'épargne.

La mise en application de l'article 72 de la loi du 24 juillet 1966 soulève en effet maintes difficultés et bien des sociétés se demandent si elles sont, ou non, sociétés faisant publiquement appel à l'épargne. Il en est ainsi notamment de toutes les sociétés dont les actions ont été regroupées à la suite d'un transfert de majorité ou d'une O.P.A.

La Commission, dans chaque cas, examine concrètement l'état de dispersion des titres et vérifie si le statut de société faisant publiquement appel à l'épargne trouve bien sa justification dans les faits. Elle prend ensuite position par écrit, en réponse à la demande de renseignement reçue.

A un moindre degré, la Commission a fait l'objet de la part des sociétés ou de professionnels de demandes de consultation juridique portant sur les points les plus divers de la réglementation, sur les assemblées et sur les titres mobiliers.

Parmi les professionnels consultant la Commission, il faut citer des cabinets juridiques, des avocats, des commissaires aux comptes, des banquiers ou dirigeants d'établissements financiers ainsi que des agents de change.

La Commission a enfin reçu des demandes de renseignements émanant de personnes se livrant à des travaux universitaires sur des questions touchant au droit des sociétés et au fonctionnement du marché.

### **Les affaires à caractère contentieux.**

La Commission a reçu un grand nombre de plaintes concernant des faits pouvant donner lieu à des instances judiciaires. Ces plaintes sont généralement dirigées contre des sociétés. Parmi celles qui sont les plus importantes quant à la catégorie du litige et les plus caractéristiques quant à la représentativité des plaignants, on trouve essentiellement des protestations contre des opérations de prise de contrôle ou de fusion et des plaintes concernant la représentation des actionnaires aux assemblées générales.

- *Les prises de contrôle.*

En matière d'opérations de prises de contrôle, la Commission a reçu un courrier particulièrement abondant concernant les affaires Antar et Bon Marché.

La prise de contrôle de la société Antar par un groupe pétrolier animé par Elf-Erap a provoqué de nombreuses plaintes émanant d'actionnaires d'Antar. Connue du public dès décembre 1969, l'intention de ce groupe n'a été officiellement annoncée qu'en février. Les modalités ont été publiées le 23 mars 1970, les acquéreurs décidant de racheter les actions de la société Socantar, holding détenant 45 % du capital Antar, au prix de 325 francs l'unité, ce qui équivalait à attribuer à l'action Antar une valeur approximative de 200 francs.

Les plaintes reçues par la Commission à ce sujet portent d'une part, sur l'information insuffisante des actionnaires et d'autre part, sur le traitement discriminatoire dont les petits porteurs d'Antar ont été victimes par rapport à la holding Socantar et à ses actionnaires.

Les critiques formulées par les plaignants concernant le défaut d'information sur l'opération projetée précisent que les sociétés intéressées n'ont à aucun moment informé leurs actionnaires et ont, bien au contraire, pris soin de les entretenir dans l'ignorance voire même dans l'erreur. Ces critiques ont paru fondées à la Commission. Les sociétés n'ayant pas voulu informer elles-mêmes, alléguant que les nécessaires autorisations administratives imposaient le secret pendant toute la durée de la procédure, la Commission a décidé de se substituer aux sociétés concernées en publiant elle-même un communiqué le 4 février 1970. Le communiqué confirmait publiquement l'intention des sociétés pétrolières, leur décision d'acquérir la société Socantar et l'existence d'autorisations administratives préalables.

A la suite de l'intervention de la Commission, le groupe Elf-Erap publiait le 17 février 1970 un communiqué annonçant qu'une O.P.A. allait être faite

visant la société Socantar. Le communiqué précisait que les différents intérêts en cause seraient respectés.

Dans l'analyse de l'affaire qu'elle a publiée, dans son *Bulletin mensuel* de mars, la Commission a défini les principes qui doivent inspirer l'information des sociétés dans des cas analogues. Après avoir reconnu que les négociations entre groupes peuvent légitimement rester secrètes, la Commission ajoutait que si celles-ci s'ébruitaient, entraînant des variations de cours sur les titres concernés, une information officielle donnée par les parties était indispensable. Les incertitudes et les aléas inhérents à toute négociation ne devaient pas constituer un obstacle à ce devoir d'information, l'étendue seule des renseignements publiés étant limitée si une divulgation doit être rapide.

En ce qui concerne les critiques des plaignants quant à la méconnaissance des intérêts des actionnaires minoritaires d'Antar, la Commission a estimé que les acquéreurs d'Antar n'avaient pas agi de manière répréhensible. La déception des actionnaires d'Antar provenait d'une situation boursière sans doute défectueuse, mais ancienne et publique, que les acquéreurs n'ont fait qu'utiliser.

La Commission estime que, dans le cas où des actions donnant le contrôle d'une société cotée sont cédées à un prix très différent du cours de bourse, il est souhaitable que tous les actionnaires soient en mesure de bénéficier de ce prix. La demande d'admission à la cote officielle implique, en effet, de la part de la société qui prend cette initiative l'intention d'associer des actionnaires nombreux aux aléas et aux chances de l'entreprise. Pour les sociétés cotées, le principe de l'égalité des actionnaires doit être appliqué avec une rigueur particulière. L'offre publique d'achat est un moyen très sûr d'y parvenir.

Le groupe acquéreur a respecté ce principe en rachetant les titres Socantar au même prix. Les petits porteurs d'actions en ont tiré un avantage indirect, au travers de la société Pechelbronn et de la Compagnie du Nord.

L'extension de ce principe aux filiales paraît cependant juridiquement difficile et pratiquement irréalisable. Elle pourrait aboutir à imposer à l'acquéreur du contrôle d'une société cotée d'organiser le rachat des actions de toutes les filiales également cotées de cette société.

Dans le cas particulier de la société Antar, le fait qu'il s'agissait d'une filiale de la société Socantar ne pouvait être ignoré des actionnaires. Cette situation ancienne avait été clairement décrite dans des documents publics. Il n'en demeure pas moins qu'il n'est pas souhaitable que soient inscrites à la cote officielle les actions d'une société dont l'objet presque unique est de détenir le contrôle d'une autre société cotée.

L'affaire du Bon Marché a suscité, de son côté, une trentaine de plaintes. La prise de contrôle de cette société s'est effectuée indirectement au moyen du transfert de la majorité de la Compagnie commerciale d'investissement, détenant environ 23 % du capital du Bon Marché, au profit du groupe Agache-Willot, le 3 mars 1970.

Il avait tout d'abord été question, dans la même perspective, de prévoir une augmentation de capital de la société du Bon Marché réservée à un souscripteur privilégié qui aurait appartenu au groupe dont il s'agit. C'est ce qu'avait décidé une assemblée générale extraordinaire du Bon Marché tenue le 29 août 1969. Des discussions s'étant élevées au sein du conseil sur les modalités de réalisation de cette augmentation de capital, une nouvelle assemblée a été convoquée pour le 23 mars 1970, afin de les préciser. La perspective de cette nouvelle assemblée a provoqué une première série de plaintes.

Plusieurs actionnaires qui avaient admis le vote et l'abandon de leur droit préférentiel de souscription ont écrit à la Commission pour demander des explications sur le sens de la nouvelle assemblée dont l'ordre du jour prévoyait une deuxième fois la même augmentation de capital, sans fournir ni motif ni justification.

La Commission est intervenue aussitôt pour que les actionnaires de la société reçoivent les informations nécessaires. Il lui paraissait normal, en effet, que les actionnaires, invités pour la deuxième fois en sept mois à se prononcer sur la prise de contrôle de leur société par un groupe extérieur, reçoivent des indications assez précises sur la destination des fonds importants qui devaient être apportés par ce groupe et sur la façon dont celui-ci espérait les rentabiliser.

Deux actionnaires minoritaires ayant ultérieurement soumis au conseil d'administration un projet de résolution proposant une augmentation de capital respectant le droit préférentiel de souscription des actionnaires, la Commission a invité la société à donner à ce projet de résolution et à son exposé des motifs une diffusion convenable et en tout cas conforme à la réglementation en vigueur.

Les premières mesures d'information prises par la société n'ont pas satisfait la Commission. Celle-ci en a fait l'observation à la société, lorsque le conseil d'administration réuni le 12 mars 1970 reçut la démission de son président et décida d'appeler à sa succession M. A.

Les nouveaux dirigeants n'ont pas cru pouvoir donner immédiatement aux actionnaires toutes les informations qui semblaient s'imposer sur l'emploi des sommes à provenir de l'augmentation de capital. C'est dans ces conditions qu'ils ont jugé préférable de faire reporter la réunion de l'assemblée générale. La Commission, avec laquelle ils avaient pris contact, a demandé que cette décision soit aussitôt portée à la connaissance du public, ce qui a été fait.

Mais le problème d'information n'a pas été le principal sujet des plaintes reçues par la Commission. La prise de contrôle elle-même avait été réalisée grâce à une cession directe d'actions de la Compagnie commerciale d'investissement (C.C.I.), société holding détenant principalement 23 % du capital du Bon Marché. Cette cession directe avait été conclue par acte notarié entre certains membres de la famille Chezleprêtre détenant 55 % du capital de la

C.C.I. et la société Saint-Frères appartenant au groupe Agache-Willot. Le prix de la cession, de l'ordre de 1.700 francs l'unité, correspondait au quintuple du cours pratiqué sur le marché hors-cote pour les actions de la C.C.I. Cette transaction a provoqué un nouveau lot de plaintes.

Certains correspondants ont demandé à la Commission si une telle transaction pouvait être licite et quelques actionnaires minoritaires de Saint-Frères se sont inquiétés de l'usage que faisaient leurs dirigeants des disponibilités de la société.

Sur le plan strictement légal, la cession directe critiquée avait observé à la lettre les dispositions de l'article 16 de la loi n° 64-1278 du 23 décembre 1964. Les agents de change ne sont pas libres d'exécuter des ordres reçus à n'importe quel prix. Même en matière d'application, c'est-à-dire de cession entre deux personnes ayant passé des ordres contraires sur les mêmes quantités du même titre, ils sont obligés d'entériner l'un des cours pratiqués sur le marché boursier ce jour-là. Les notaires ne sont pas tenus d'observer une semblable réglementation. Le recours au procédé de la cession directe constatée par acte notarié permettait de fixer un prix de vente sans aucun rapport avec la valeur véritable du titre.

Les abus qu'autorisait cette situation ont conduit la Commission à soumettre immédiatement au Gouvernement un projet d'abrogation de l'exception prévue par la loi du 23 décembre 1964 en faveur des actes notariés. Cette abrogation est effectivement intervenue en vertu de l'article 95 de la loi de finances n° 70-1199 du 21 décembre 1970.

Quant au caractère abusif ou non des agissements des dirigeants de la société Saint-Frères qui ont fait acquérir par cette société à un prix anormalement élevé une participation d'un intérêt discutable pour celle-ci, il appartient aux tribunaux de trancher cette question.

Mais une seconde cession directe est intervenue dans cette affaire. Un groupe minoritaire d'actionnaires du Bon Marché et de la C.C.I., le groupe belge Vaxelaire-du Monceau a entrepris en effet des négociations avec le groupe Agache-Willot en vue du rachat de ses participations. La Commission des opérations de bourse, informée de ce projet, par les parties intéressées a estimé que les autres actionnaires minoritaires de ces sociétés devaient se voir offrir la possibilité de s'associer à l'opération. Pour y parvenir, la Commission, dès que les transactions entre les deux groupes eurent abouti à un accord, l'annonçait au public par un communiqué du 29 avril 1970. La Commission des opérations de bourse demandait aux parties d'informer immédiatement les actionnaires et le public du contenu de l'accord et de maintenir le cours des actions des deux sociétés concernées au niveau prévu par l'accord pendant une période raisonnable. Ainsi, les autres actionnaires minoritaires auraient pu céder leurs titres dans les conditions offertes aux actionnaires principaux.

Les recommandations de la Commission n'ont pas été observées. Sans avoir fait de nouvelles communications à la Commission, et surtout sans avoir donné

d'informations au public, les deux groupes en présence ont fait enregistrer chez un agent de change, le 15 mai 1970, un vendredi soir en fin de journée, deux applications au cours du marché de ce jour, inférieur aux prix qu'ils avaient annoncés à la Commission. Comme on pouvait le redouter à la suite de ces agissements, le cours ainsi enregistré n'a pas été maintenu. Pendant plus d'un mois après ces applications, l'action du Bon Marché n'a pu être cotée. Le premier cours coté après celui de l'application a marqué une baisse de plus de 30 %.

L'application du 15 mai a été la source d'une nouvelle série de plaintes. La Commission n'a pu que constater que, faute de sanctions, son intervention avait été inopérante. Bien plus, cette intervention avait nui à certains porteurs qui, sur la foi du communiqué du 29 avril 1970, avaient donné des ordres de vente au cours qu'il mentionnait. Ce cours n'ayant pas été atteint, les ordres de vente de ces personnes n'avaient pas été exécutés.

Sans appeler pour autant les graves réserves exprimées à propos des deux affaires précédentes, on doit constater que les problèmes soulevés par les prises de contrôle revêtent parfois des aspects complexes, qui déroutent les actionnaires. C'est ainsi que la prise de participation de la société des Ciments Lafarge dans la société Carbonisation Entreprise Céramique a suscité également quelques remous.

La Commission a reçu plusieurs plaintes à l'occasion de l'accord intervenu entre les Ciments Lafarge et la Compagnie des Compteurs au sujet d'un échange, titre pour titre, d'actions de la société Carbonisation Entreprise Céramique dont cette compagnie possédait 36 % du capital contre des actions Ciments Lafarge. Les actions C.E.C. étaient cotées au moment de l'échange 160 francs en bourse tandis que les actions Ciments Lafarge se traitaient à 260 francs.

Les plaignants, petits porteurs d'actions C.E.C., ont estimé qu'il était contraire à l'équité qu'ils ne puissent pas eux aussi bénéficier des mêmes conditions. Après étude de la question, la Commission a constaté que cette opération était un échange qui ne pouvait pas être assimilé à une vente. En outre, l'opération était assortie de clauses accessoires, difficiles à chiffrer, mais non négligeables. Dans ces conditions, la Commission a estimé que l'opération était acceptable.

Dans un autre cas, deux actionnaires d'une société immobilière ont exposé à la Commission que l'actionnaire majoritaire de la société avait cédé sa part, représentant 80 % du capital, par voie de cession directe à un taux représentant environ le quadruple du cours moyen du titre. Les deux plaignants détenteurs de quelques actions n'ont pu obtenir de l'acquéreur le rachat de leurs titres. La société dont il s'agit étant sur le point d'être transformée en société d'économie mixte, ces actionnaires risquent d'être pratiquement dépossédés. Les titres de cette société n'étant négociés que sur le marché hors cote, la Commission n'a eu connaissance de cette opération que par la réclamation des plaignants et donc trop tard pour intervenir.

La Commission a pu se rendre compte à propos de ces quatre affaires à quels obstacles pouvait se heurter le respect des intérêts des actionnaires minoritaires. Dans l'affaire du Bon Marché, ses recommandations et ses interventions n'ont pas permis à ceux-ci de se défaire dans des conditions satisfaisantes de leurs titres s'ils le désiraient. Dans les autres cas, les modalités des opérations n'étaient pas critiquables, sauf parfois sur le plan de l'information et pourtant les actionnaires ont été mécontents. Il est donc essentiel, et la Commission s'y emploiera en 1971, que des règles plus précises soient posées. Pour faire face à certains cas, des dispositions législatives pourront se révéler nécessaires.

D'une manière générale, en cas de cession de contrôle, le sort futur des minoritaires est influencé d'une façon décisive. Lorsque la société entre dans l'orbite d'un groupe, il arrive en effet fréquemment que les nouveaux dirigeants aient des vues sur la gestion de la société qui, tout en étant favorables à l'activité du groupe, peuvent ne pas être bénéfiques aux intérêts immédiats des actionnaires minoritaires de la société.

L'ignorance des groupes par notre droit des sociétés présente de grands inconvénients. Au sein d'un ensemble industriel complexe, des décisions bonnes pour la stratégie du groupe peuvent justifier des mesures qui sont défavorables à telle ou telle partie de l'ensemble. Du fait de leur création empirique, ces grandes unités ont souvent plusieurs sociétés cotées. L'actionnaire minoritaire de ces sociétés n'a pas de liens juridiques avec le groupe ; son intérêt doit être considéré en lui-même. Sans prétendre nécessairement créer un droit nouveau, lourd et complexe, il convient de donner une reconnaissance de droit à la réalité que sont les groupes. La solution peut être d'organiser un droit de retrait de l'actionnaire minoritaire. La même solution pourrait éventuellement être apportée aux problèmes posés par les changements de contrôle d'une société cotée, mais sans insertion à un groupe.

• *Les échanges de titres.*

La Commission a été fréquemment saisie, à l'occasion d'opérations de fusion survenues au cours de cette année, de plaintes sur les conditions d'évaluation des actifs de la société absorbée. Ces plaintes mettent en cause le bien-fondé des estimations faites par les sociétés. Elles visent également l'appréciation du commissaire aux apports, dont parfois l'impartialité est mise en doute.

Pour ce qui est de l'évaluation des actifs, la Commission des opérations de bourse n'a pas qualité pour se substituer aux organes prévus par les textes pour y procéder. Les évaluations sont faites par des commissaires aux apports et sont appréciées par des commissaires aux comptes. Elles sont ensuite entérinées par l'assemblée des actionnaires régulièrement convoquée pour statuer sur les modalités d'une fusion. La Commission est sans pouvoir sur une décision d'assemblée approuvant les évaluations, et d'une manière

générale, sur une décision de fusion régulièrement prise par l'assemblée générale des actionnaires. Les porteurs qui accusent les dirigeants de la société d'abus de majorité ne peuvent que s'adresser aux tribunaux compétents pour demander l'annulation de ces décisions.

Le rôle de la Commission en cette matière est préventif. En premier lieu, il tend à faire donner aux actionnaires toute l'information requise pour qu'ils puissent se prononcer en connaissance de cause. En second lieu, il vise à rendre efficace le contrôle préalable prévu par la loi. Ce contrôle passe par les commissaires aux apports et les commissaires aux comptes. Le choix des commissaires aux apports est notamment de la plus grande importance. La loi a prévu que cet expert est désigné, sur requête de la société concernée, par le Président du Tribunal de commerce. Cette nomination par voie d'autorité devrait donner toute satisfaction. En réalité, cette garantie est illusoire car les commissaires sont généralement choisis sur présentation de la société, le Tribunal de commerce se bornant à homologuer le choix de la société. La Commission des opérations de bourse est intervenue à ce sujet auprès du Président du Tribunal de commerce de Paris. Il a été convenu que le Président désignerait, en même temps que les commissaires aux apports, des experts en estimation dont l'avis ne pourrait pas être négligé par les commissaires. Ces experts seraient désignés d'office par le Tribunal de commerce, et non pas sur présentation de la société.

La Commission a reçu également un certain nombre de plaintes concernant l'échange de parts de fondateurs ou de parts bénéficiaires contre des actions.

En ce qui concerne l'échange de parts de fondateurs contre des actions, la Commission a reçu une dizaine de plaintes émanant de porteurs de parts de la société Jeumont. Les correspondants de la Commission ont pris en considération les statuts de la société qui prévoient en cas de liquidation l'attribution de l'actif net à raison de 70 % aux actions et 30 % aux parts. Ils ont estimé que le rachat des valeurs, imposé aux porteurs, aux taux d'échange choisis de 5 actions pour 3 parts ne tient pas compte des dispositions statutaires.

Dès le mois de mai 1970, la Commission avait attiré l'attention des porteurs de parts sur le caractère restrictif de la nouvelle législation commerciale à l'égard des parts de fondateur.

Pour l'avenir, l'article 264 de la loi du 24 juillet 1966 interdit l'émission de ces parts, qui est même devenue un délit. Pour les parts antérieurement créées et qui continuent à circuler dans le public, outre les limites fixées à leurs droits par la loi du 23 janvier 1929, la nouvelle loi a organisé un système de rachat ou de conversion obligatoire des parts bénéficiaires ou des parts de fondateurs créées depuis plus de vingt ans. La société peut procéder au rachat ou à la conversion des parts au moment qui lui paraît financièrement le plus opportun, sur simple décision de l'assemblée générale des actionnaires, et sous la seule condition de faire une évaluation des parts à dire d'experts.

La société Jeumont avait fait usage de ces dispositions. Des experts avaient été régulièrement désignés pour faire l'évaluation des parts et des actions. Les rapports des experts et des commissaires aux comptes ont exposé clairement les méthodes de calcul utilisées, qui ont pris pour base la valeur mathématique des titres d'après les dispositions statutaires, leur valeur boursière et leur valeur de rendement.

Certains plaignants ont fait état d'articles parus dans la presse financière à ce sujet, donnant une valeur des parts plus favorables aux porteurs que celles des experts. Ils ont soutenu qu'il s'agissait d'une manœuvre destinée à faire monter les cours des parts afin de permettre à certaines personnes averties de vendre celles-ci à un prix plus avantageux que celui résultant de l'échange en projet. Après examen, la Commission a constaté que les articles invoqués n'avaient pratiquement eu aucune influence sur le rapport des cours entre parts et actions et que les soupçons de ses correspondants à cet égard ne paraissent pas fondés.

• *La représentation des actionnaires à l'occasion des assemblées générales.*

Plusieurs plaignants ont protesté encore en 1970 contre les difficultés qu'ils éprouvent à exprimer leur opinion aux assemblées générales par l'intermédiaire d'un mandataire qui accepte de voter dans le sens indiqué.

Un correspondant se plaint, par exemple, de ce que sa banque a refusé une procuration de vote lui enjoignant de se prononcer contre les résolutions proposées à l'approbation de l'assemblée générale. Faisant une interprétation erronée de la lettre de la société lui adressant une formule de pouvoir, le plaignant croyait que sa banque était tenue de voter pour lui dans le sens qu'il indiquait. La Commission lui a fait savoir que, selon la réglementation en vigueur, il appartenait à l'actionnaire de rechercher un mandataire qui accepte de voter dans le même sens que lui et qu'à la différence notamment de la réglementation qui s'impose aux banques allemandes, les banques françaises ne sont pas obligées de voter dans le sens choisi par l'actionnaire

En fait, la situation motivant une plainte n'est en général pas irrégulière, mais elle reflète les difficultés pratiques que les intéressés rencontrent à faire application des textes en vigueur. Les actionnaires d'une société anonyme ne se connaissent pas entre eux et ils sont incapables de découvrir un autre actionnaire susceptible de voter dans un sens qui leur convienne. Ces difficultés favorisent en définitive la pratique des pouvoirs en blanc qui correspondent en fait à une démission de l'actionnaire devant le conseil d'administration en place.

On sait que les sociétés qui ont besoin de tels pouvoirs s'adressent aux intermédiaires, et plus particulièrement aux banques, pour les recueillir parmi leurs clients moyennant une commission. Ce procédé permet aux conseils d'administration qui ne possèdent parfois qu'une part minoritaire du capital,

de se maintenir à la tête de la société. Or, le conseil d'administration peut faire usage à cet effet des fonds de la société, alors que les actionnaires opposants ne bénéficient pas d'une situation comparable pour rassembler leurs partisans.

Les correspondants de la Commission signalent d'ailleurs qu'ils rencontrent généralement de la part des intermédiaires un accueil très réservé dès qu'ils leur demandent de transmettre d'autres pouvoirs que des pouvoirs en blanc. Ils éprouvent parfois des difficultés à obtenir une formule de pouvoirs et les renseignements annexés prévus par la réglementation. Dans certains cas, les banques manifestent quelques réticences à délivrer les certificats de blocage d'actions.

L'examen de dossiers de réclamation a permis à la Commission de constater que certains intermédiaires proposent encore à leurs clients des formules de mandat de gestion de compte leur octroyant le pouvoir de représenter ces derniers ou de les faire représenter à toutes les assemblées générales ordinaires ou extraordinaires. De tels errements sont contraires aux dispositions nouvelles qui prescrivent que le mandat est donné pour une seule assemblée ou encore pour deux assemblées, l'une ordinaire, l'autre extraordinaire, tenues le même jour ou dans un délai de sept jours. De même ces procédés sont contraires à la règle selon laquelle la procuration doit désigner nommément le mandataire qui n'a pas la faculté de se substituer une autre personne. Ils sont difficiles à empêcher, car la formule juridique de la délégation de signature permet aisément de tourner l'esprit de la loi sans en violer la lettre.

La répétition des plaintes reçues par la Commission en cette matière démontre que la réglementation actuelle de la représentation des actionnaires aux assemblées n'est pas satisfaisante.

Les actionnaires se trouvent empêchés par des difficultés pratiques tenant à leur isolement d'exprimer une opinion défavorable aux dirigeants de la société, faute de pouvoir trouver un mandataire qui accepte de les représenter. Certains conseils d'administration aidés par des intermédiaires se procurent des pouvoirs en blanc leur permettant d'obtenir une majorité favorable, alors qu'en réalité ces pouvoirs, même s'ils sont réguliers, expriment surtout la lassitude et le désintérêt d'actionnaires conscients de la vanité d'une initiative en cette matière.

La réglementation française s'est trop préoccupée de permettre aux sociétés d'atteindre le quorum aux assemblées en facilitant la transmission et l'usage des pouvoirs en blanc et n'a pas accordé de facilités comparables aux actionnaires mécontents de la gestion de la société.

Aux États-Unis, les actionnaires disposent de formules de procuration qui autorisent un véritable vote par correspondance. En Allemagne, les établissements de crédit qui servent de relais entre la société et ses actionnaires indiquent à ceux-ci le sens dans lequel ils seraient prêts à voter, mais doivent

néanmoins solliciter de l'actionnaire une prise de position écrite point par point, sur chacune des résolutions inscrites à l'ordre du jour. Il s'agit donc là encore, dans les faits, d'un véritable vote par correspondance.

Ces solutions qui offrent le très grand avantage d'associer très directement l'actionnaire absent, mais néanmoins représenté, à chacune des décisions de l'assemblée, pourraient être sans aucun doute adaptées au système français. La Commission des opérations de bourse fera à ce sujet des propositions au Gouvernement, en vue de la modification des dispositions actuelles du décret du 23 mars 1967.

- *Affaires diverses.*

La Commission a reçu, comme les années précédentes, un certain nombre de réclamations relatives à l'information des actionnaires.

A cet égard, les faits signalés n'ont presque jamais présenté un réel caractère de gravité. Les incidents soulevés montrent que la mentalité des dirigeants de société joue un rôle essentiel dans ces affaires. La réglementation proprement dite sur l'information peut néanmoins être améliorée, ainsi que la Commission l'a proposé au Gouvernement (chapitre II).

Si ces propositions sont suivies d'effet, il y a lieu d'espérer que les allègements accordés aux sociétés les inciteront à ne plus se borner à une stricte application de la lettre des textes, mais à adopter une attitude plus ouverte et plus compréhensive devant le désir d'information de leurs actionnaires et du public.

Dans un autre domaine, certains plaignants jugent suspectes des variations de cours et viennent en aviser la Commission, en réclamant qu'il soit procédé à une enquête.

Souvent, ces variations ont des causes techniques qui suffisent à les expliquer. Notamment quelques actionnaires de Pechiney et d'Ugine-Kuhlmann se sont inquiétés des baisses persistantes sur leurs titres, croyant déceler des manœuvres, alors que les projets de fusion annoncés ont incité certains actionnaires à vendre pour divers motifs.

Quelquefois, les plaignants réclament une enquête en soulignant le caractère anormal de certains faits, accompagnant parfois leur demande de chiffres et d'éléments de comparaison détaillés destinés à étayer leurs affirmations. Ainsi, un plaignant réclame des explications concernant des reports sur les titres d'une société, reports qui lui paraissent d'une importance exceptionnelle et destinés à maintenir le titre en hausse. La Commission a examiné cette affaire. L'opération est inhabituelle ; en l'état actuel il ne peut être affirmé qu'elle est répréhensible ; la Commission néanmoins suivra les développements ultérieurs de cette question.

D'autres plaintes se rapportent à des informations tendancieuses sur les sociétés données par la presse financière.

Plusieurs requérants écrivent à la Commission qu'ils ont acheté des titres sur la foi d'articles parus dans la presse financière et estiment avoir été trompés par ces articles. L'un d'entre eux par exemple envoie un encart découpé dans un journal où une société fait état d'un accroissement très important de son chiffre d'affaires mais les chiffres cités sont détachés de tout contexte économique et de tout autre chiffre permettant d'apprécier leur signification. La Commission estime à cet égard que les sociétés doivent publier, à l'appui de leurs communications, tous les commentaires nécessaires à une exacte compréhension. La presse devrait s'inspirer du même souci pour les articles dont elle prend la responsabilité.

Les moyens juridiques, pour intervenir dans de tels cas, n'étaient guère efficaces jusqu'à présent. L'ordonnance du 26 août 1944 sur la presse prévoit bien diverses dispositions destinées à empêcher la publicité rédactionnelle occulte, réprime l'infraction de peine d'amende ou de prison, mais la preuve du délit est bien difficile à rapporter. Pour cette raison, la loi du 23 décembre 1970, promulguée à l'instigation de la Commission des opérations de bourse, a défini un nouveau délit en matière d'opération de bourse : est désormais punissable pénalement le fait de répandre sciemment dans le public par voies et moyens quelconques des informations fausses ou trompeuses sur la marche technique, commerciale ou financière d'une société, afin d'agir sur le cours des titres de celle-ci.

## B. — L'INFORMATION SUR LES ACTIVITÉS DE LA COMMISSION

Chargée de promouvoir l'information des sociétés, la Commission se devait, d'une part, de donner sur elle-même une ample information, et, d'autre part, de contribuer à l'information du public en mettant à sa disposition les éléments qu'elle possède.

C'est à cette fin que, depuis deux ans, elle ouvre au public son Centre d'information et de documentation, sans aucune restriction quant à l'origine ou à la profession des demandeurs.

Fonctionnant tous les après-midi à partir de 12 h 30 (sauf en fin de semaine), il peut également être consulté par téléphone. Il a reçu en 1970 plusieurs centaines de visiteurs et répondu à de nombreuses demandes téléphoniques ou écrites. Le résultat concernant les visites sur place est particulièrement appréciable compte tenu de l'éloignement des locaux par rapport au centre de Paris.

La composition du public n'a pas connu de modifications sensibles en 1970. Ce dernier se compose toujours à plus de 50 % de personnes de moins de 30 ans ; il s'agit souvent d'étudiants, mais aussi de jeunes cadres salariés. La catégorie des inactifs (retraités ou sans profession) constitue 8 % du total

des visiteurs. Les membres de professions libérales et les chefs d'entreprise sont également moins nombreux que ne l'est leur importance relative dans la distribution de la fortune mobilière en France. Le Centre a donc une clientèle propre composée notamment de cadres moyens ou supérieurs d'entreprises.

Les demandes font toujours preuve d'un intérêt très éclectique pour les différents aspects du marché financier. Le nombre le plus élevé de questions concerne, comme il est bien normal, les sociétés cotées. Ainsi est mise à profit une source de documentation qui est propre à la Commission et qui s'enrichit chaque jour de tous les éléments publiés par ou sur les sociétés. Il va de soi que les dossiers communiqués au public ne comportent aucun renseignement donné par les sociétés à titre confidentiel.

Le Centre a également assuré la diffusion des documents et études publiés par la Commission, au premier rang desquels figure le rapport annuel au Président de la République. Le rapport relatif à l'année 1969 a été tiré à 12.000 exemplaires qui ont été largement distribués en France et à l'étranger.

En outre, en cours d'année, diverses études ou tirages à part de décisions prises par la Commission ont été diffusés à un nombre d'exemplaires variable selon leur intérêt pour le public. Il s'agit notamment du nouveau régime des offres publiques d'achat, des règles relatives aux admissions à la cote officielle des valeurs nouvelles ainsi que des recommandations de la Commission en ce qui concerne le chiffre d'affaires, l'information occasionnelle et les publications périodiques des SICAV. En outre, des études ont été consacrées au statut des sociétés faisant publiquement appel à l'épargne, à l'influence de la bourse de New York sur le comportement du marché de Paris et aux bilans et comptes d'exploitation des SICAV.

L'autre moyen utilisé par la Commission pour faire connaître son activité à l'extérieur est le *Bulletin* qu'elle publie mensuellement à plus de 3.000 exemplaires. Ce *Bulletin* est normalement expédié sur abonnement mais peut aussi être obtenu au siège de la Commission. Il comprend non seulement la liste des décisions individuelles qui ont été prises au cours du mois écoulé, mais aussi une partie d'intérêt général où la Commission informe le public des résultats de son action et fait part de ses recommandations pour une meilleure information des actionnaires et pour le bon fonctionnement du marché financier.

Bien que les destinataires normaux du *Bulletin* soient les sociétés, leurs commissaires aux comptes et les intermédiaires financiers, certaines informations ou recommandations contenues dans le *Bulletin* peuvent intéresser un public plus large. Se faisant l'écho des préoccupations de la Commission, la presse financière leur a assuré un plus large impact.

Enfin, en cours de mois, la Commission a été amenée à publier plusieurs communiqués sur des sujets qui, susceptibles d'influer sur le comportement du marché financier, ne pouvaient souffrir aucun retard de publication. Ces communiqués, au nombre de cinq en 1970, sont également repris par la presse.

---

## Conclusion

---

Ainsi, pendant la troisième année de son existence, la Commission a vu, à l'initiative du Gouvernement et du Parlement, s'ajouter quelques éléments nouveaux à sa compétence, et a reçu, à sa demande, quelques moyens juridiques, comme elle le souhaitait plus précis et plus efficaces.

Dans le même temps, elle a poursuivi son action, par des orientations générales ou par des prises de position à l'occasion de cas particuliers, en vue de développer son influence sur les acteurs du marché financier et sur les relations qu'ils peuvent avoir avec le public. Elle entend, plus d'ailleurs par la persuasion que par la coercition, faire reconnaître et appliquer, par les uns et les autres, au-delà du respect formel des règles écrites, certaines conventions permettant de maintenir et d'affirmer la tenue et la réputation, à l'intérieur et à l'extérieur, du marché français.

Elle n'oublie pas non plus que ceux qui l'ont fondée et mise en place, ont souhaité qu'elle se livre à une réflexion à long terme, en rapport avec sa mission, sur les institutions elles-mêmes, dans la perspective de l'évolution du régime économique dans lequel nous vivons, et de l'ouverture de notre pays vers l'extérieur, et d'abord l'Europe.

Il lui appartient maintenant de démontrer, par-delà les statutaires renouvellements des personnes, la permanence de son utilité pour notre économie et la continuité d'une politique ferme dans les principes et pragmatique dans les méthodes.

Le 26 mars 1971.

P. CHATENET

Y. MEUNIER

R. de LESTRADE

G. LANCIEN

M. BORGEAUD

---



# **Annexes**



## **annexe I**

### **COMPOSITION DE LA COMMISSION**

*Président :*

Pierre CHATENET ..... Conseiller d'Etat, ancien ministre, membre  
du Conseil constitutionnel.

*Membres :*

Yves MEUNIER ..... Agent de change, syndic de la Compagnie  
des agents de change.

René de LESTRADE ..... Directeur général de la Caisse nationale  
des marchés de l'Etat.

Gilbert LANCIEN ..... Conseiller à la Cour de cassation.

Maurice BORGEAUD ..... Président-directeur général d'Usinor.

*Commissaire du Gouvernement :*

Jean-Yves HABERER ..... Chef de service à la Direction du Trésor.

*Suppléant :*

Etienne DELAPORTE ..... Sous-directeur à la Direction du Trésor.

---

## **annexe II**

### **ORGANISATION DES SERVICES**

*Secrétaire général :*

BURGARD (Jean-Jacques), inspecteur des finances.

*Conseiller technique auprès du Secrétaire général :*

BUSSON de JANSSENS (Gérard).

*Chargé de mission pour la presse et les relations publiques :*

SAMAMA (Rolland).

*Conseiller technique :*

PLAOUTINE (Nicolas), ingénieur conseil.

### **Service de l'administration générale**

CALMEL (Henri), chef de service.

Service chargé de la préparation du budget de la Commission et de la gestion de son personnel ainsi que sa gestion financière.

Le chef du service assure le secrétariat du Collège.

### **Service des activités boursières**

SELLATO (Jean), chef de service.

ARNOUD (Fernand), adjoint au chef du service.

BENOIT (Michel) et MALLET (Yves), chargés des enquêtes.

SERCEY (Paul de), relations avec la bourse.

Introductions à la cote officielle, admissions, radiations, réglementation intéressant les bourses de valeurs : BESSONE (Gérard).

Participation des salariés aux fruits de l'expansion des entreprises. Démarchage : Mme BRUN (Andrée).

Sociétés d'investissement à capital variable : Mme BOURLIOUX (Suzanne).

### **Service de l'information**

BUSSON de JANSSENS (Gérard), faisant fonction de chef de service.

MONTOUSSE du LYON (Louis), adjoint au chef du service.

SARTHOU (Philippe), expert-comptable.

Surveillance et promotion de l'information publiée par les sociétés. Visas des notes d'information.

Banques, assurances, sociétés foncières, sociétés d'investissement, bâtiment et travaux publics, magasins, comptoirs : CANNEVA (Jean).

Industries alimentaires, automobiles, caoutchouc, carrières, constructions mécaniques, matériel électrique, métallurgie, mines, sidérurgie : DUVEZIN-CAUBET (Michel).

Agriculture, hôtels, imprimerie, pétroles et carburants, produits chimiques, services publics, textiles, transports : MONTOUSSE du LYON (Louis).

Réglementation de l'information — Analyse financière — Rapports avec les commissaires aux comptes : CHAPUT (Pierre).

### **Service juridique**

BRONNER (Raymond), Magistrat, chef de service.

CANAC (André), Magistrat, adjoint au chef du service.

Tous problèmes juridiques concernant les sociétés faisant publiquement appel à l'épargne, les valeurs mobilières et les bourses. Instruction des plaintes adressées à la Commission. Contentieux.

### **Service des études et du développement du marché**

RENDU (Gabriel), chef de service.

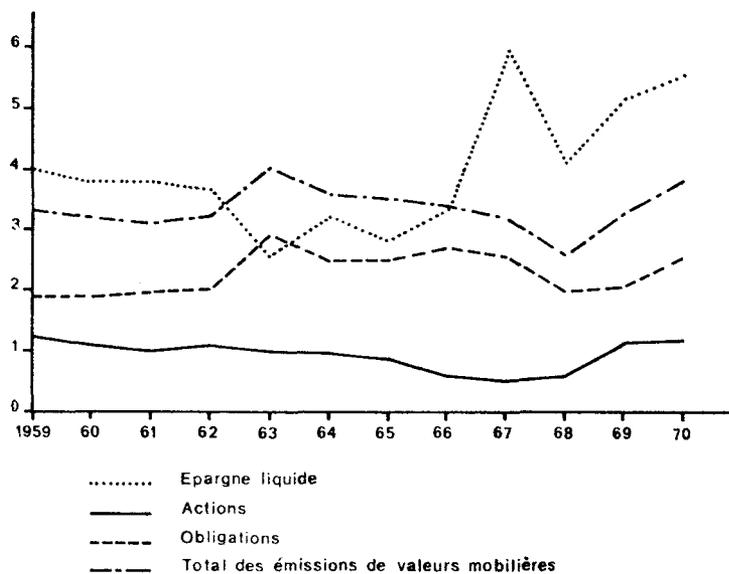
Recherches et études préalables à la présentation des propositions de modification des lois et règlements concernant l'information des porteurs de valeurs mobilières et du public, les bourses de valeurs et le statut des agents de change : RIPKA (Michel) et Mme MOUCHE (Geneviève).

Un CENTRE DE DOCUMENTATION est rattaché au Service des études. Il est ouvert au public, qui peut y consulter les publications faites par les sociétés ainsi que des informations générales concernant les bourses françaises et étrangères : Mlle MONTEIL (Marie-Jeanne).

---

### annexe III

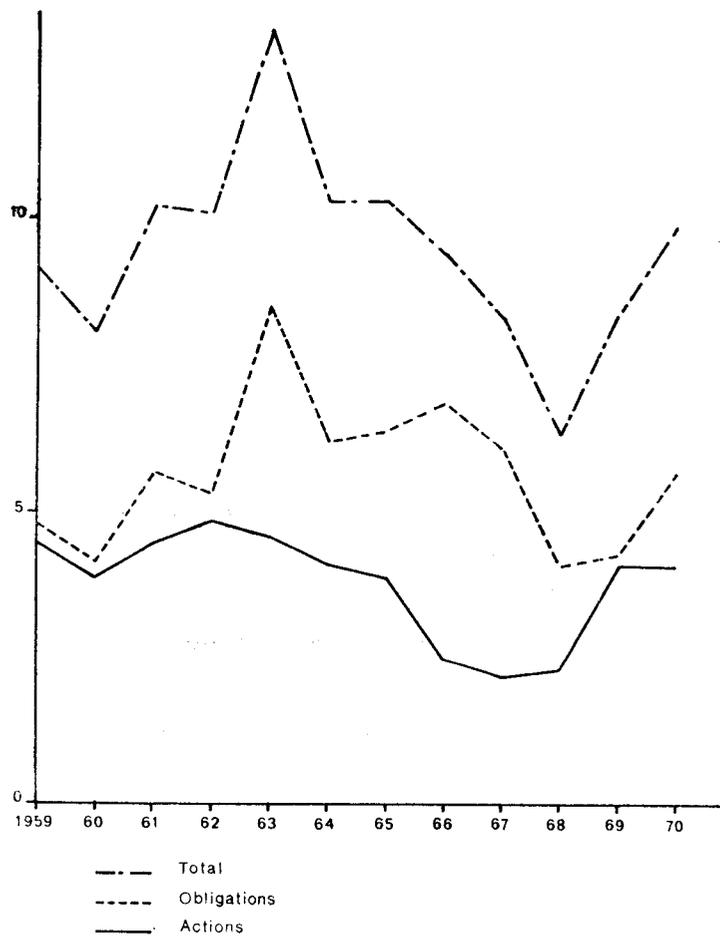
#### ÉVOLUTION PAR RAPPORT A LA PRODUCTION INTÉRIURE BRUTE DE L'ÉPARGNE LIQUIDE FORMÉE EN COURS D'ANNÉE ET DES ÉMISSIONS DE VALEURS MOBILIÈRES DANS LE PUBLIC



Source : Rapports du Conseil national du Crédit.

## annexe IV

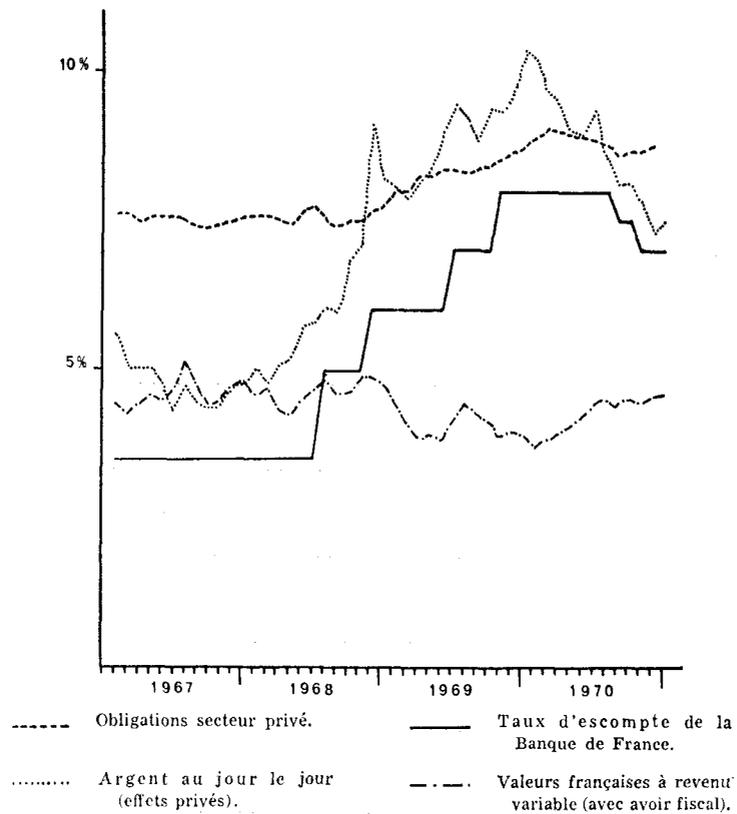
### TAUX DE COUVERTURE DE LA FORMATION BRUTE DE CAPITAL FIXE (F.B.C.F.) PAR LES ÉMISSIONS DE VALEURS MOBILIÈRES



Source : Rapports du Fonds de Développement économique et social.

## annexe V

### ÉVOLUTION DES TAUX D'INTÉRÊT ET DES TAUX DE RENDEMENT



## annexe VI

### LISTE DES CINQUANTE VALEURS FRANÇAISES A REVENU VARIABLE LES PLUS ACTIVES EN 1970

(Millions de francs)

		<b>MONTANT DES TRANSACTIONS</b>
1	Michelin .....	650
2	Rhône-Poulenc .....	433
3	Financière de Paris et des Pays-Bas (Cie) .....	356
4	Ugine Kuhlmann .....	354
5	Saint-Gobain - Pont-à-Mousson .....	335
6	Pechiney .....	330
7	Machines Bull .....	316
8	Usinor .....	305
9	Française des pétroles .....	279
10	B.S.N. ....	273
11	Le Nickel .....	271
12	Air Liquide .....	257
13	Compagnie générale d'électricité .....	242
14	L'Oréal .....	230
15	Aquitaine (Société nationale des pétroles d') .....	218
16	Source Perrier .....	216
17	Peugeot S.A. ....	210
18	Denain Nord-Est Longwy .....	210
19	Gervais-Danone .....	192
20	Télémechanique électrique .....	180
21	Crédit foncier de France .....	167
22	Locafrance .....	159
23	Suez et de l'Union parisienne (Compagnie financière de)	155
24	Compagnie bancaire .....	136

		<b>MONTANT DES TRANSACTIONS</b>
25	Hachette .....	134
26	Ciments Lafarge .....	134
27	Citroën S.A. ....	128
28	Printemps .....	122
29	Antar pétroles de l'Atlantique .....	120
30	Thomson-Brandt .....	118
31	Ricard .....	117
32	Banque de l'Indochine .....	115
33	C.S.F. (Thomson - C.S.F.) .....	112
34	Alsthom .....	110
35	Roussel-Uclaf .....	110
36	Le Matériel électrique .....	108
37	Eaux (Compagnie générale des) .....	106
38	Moët et Chandon .....	106
39	Péchelbronn .....	103
40	Société nationale d'investissement .....	102
41	Nord (Cie du) .....	99
42	C.I.T. (Cie internationale de télécommunications) .....	96
43	Pernod .....	96
44	C.O.F.I.M.E.G. ....	93
45	La Redoute à Roubaix .....	93
46	Marine-Firminy .....	91
47	Locabail .....	90
48	Kléber-Colombes .....	90
49	Compteurs (Cie des) .....	89
50	Institut Mérieux .....	88
<p><b>Total des 50 valeurs</b> .....</p> <p>Représentant 51 % des transactions sur valeurs françaises à revenu variable et de la zone franc.</p>		<b>9.241</b>

## annexe VII

### LES GRANDES BOURSES DE VALEURS EN 1969-1970 VALEURS A REVENU VARIABLE

(Sommes en milliards de francs)

	(A) Capitalisation boursière moyenne	(B) Volume des achats	(B/A) Taux de rotation en %
New York			
Stock Exchange (1) :			
1969 .....	3.472	681	20
1970 .....	3.505	571	16
American			
Stock Exchange (1) :			
1969 .....	286	158	55
1970 .....	264	219	83
Tokyo (2) :			
1969 .....	227	204	90
Londres (1) :			
1969 .....	1.232	55 (3)	4
1970 .....	1.416	58 (3)	4
Paris (2) (4) :			
1969 .....	112	25	23
1970 .....	127	18	14
Milan (2) :			
1969 .....	63	15	24
1970 .....	72	12	17
Amsterdam (2) :			
1969 .....	68	8	11
Bruxelles (2) :			
1969 .....	31	3	11
1970 .....	33	3	8

(1) Actions nationales + actions étrangères.

(2) Actions nationales.

(3) Actions ordinaires seules.

(4) Actions de la zone franc incluses.

*Capitalisation boursière moyenne :*

Moyenne arithmétique des montants de début et de fin d'année.

*Conversion en francs français :*

Le taux de conversion utilisé résulte d'une moyenne arithmétique entre les cours de la devise étrangère de début et de fin de période.

## annexe VIII

### VALEURS FRANÇAISES A REVENU FIXE ADMISES A LA COTE OFFICIELLE ET ÉMISES PAR DES SOCIÉTÉS DONT AUCUN TITRE N'ÉTAIT INSCRIT AUPARAVANT

DATE de la décision de la Commission	NOM DES SOCIETES	DATE d'inscription à la cote
27 janvier ....	Tréfinmétaux : 100.000 obligations 8,25 % juillet 1969 de 500 francs .....	11 mars
7 avril .....	Naphtachimie : 160.000 obligations 8,25 % octobre 1969 de 500 francs .....	17 avril
7 juillet .....	PEPRO. Société pour le développement et la vente de spécialités chimiques : 50.000 obligations 8,75 % février 1970 de 500 francs .....	20 juillet
7 juillet .....	Société nationale d'étude et de construction de moteurs d'aviation (SNECMA) : 20.000 obligations 8 % septembre 1969 de 1.000 francs garanties par l'Etat .....	27 juillet
30 décembre .	Elf-Union : 419.035 obligations 6 % janvier 1966 de 200 francs .....	(1)

(1) L'inscription à la cote est intervenue le 19 janvier 1971.

## annexe IX

### DECISIONS PRISES PAR LA COMMISSION A L'EGARD DES VALEURS ETRANGERES

#### 1. — Admission à la cote officielle (bourse de Paris) :

- Le 13 janvier, de 57.449 obligations 6,75 % septembre 1968 de 500 francs, garanties par l'Etat sénégalais et par l'Etat français, de la Banque nationale de développement du Sénégal (1).
- Le 10 février, de 40.000 obligations 6,75 % novembre 1968 de 500 francs, garanties par l'Etat malgache et par l'Etat français, de la Banque nationale malagasy de développement (B.N.M.) (1).
- Le 17 avril, de 1.356.125 obligations convertibles à tout moment de 260 francs de la Société Schlumberger Limited (Schlumberger N.V.) provenant de l'offre publique d'échange d'actions de la Compagnie des Compteurs.
- Le 24 juillet, de 102.078.424 actions de 0,24 dollar bermudien représentant le capital émis de la Zambia Copper Investments Limited.
- Le 24 septembre, de 34.599.455 actions ordinaires de 12,50 \$, dont 2.718.228 réservées en vue de la conversion de l'emprunt 4 7/8 % 1968 convertible à tout moment, représentant le capital émis le 30 juin 1970 par la société américaine The Chase Manhattan Corporation.
- Le 30 novembre, de 2.135.000 actions ordinaires de 100 florins représentant le capital émis de la Zambia Copper Investments Limited. Algemene Bank Nederland N.V. à la date du 5 octobre 1970.

#### 2. — Inscription sur la liste des valeurs étrangères susceptibles d'être négociées hors cote à la bourse de Paris, le 14 octobre 1970 :

- De 761.666 obligations 8 % 1986 de 100 dollars U.S., et 761.666 warrants attachés à ces obligations, de l'American Metal Climax (AMAX).

---

(1) Ces deux emprunts émis par des sociétés de la zone franc ayant bénéficié de la garantie de l'Etat français, leur introduction en France n'a pas nécessité l'octroi de l'autorisation ministérielle prévue par le décret du 27 janvier 1967.

- De 1.178.100 obligations 6 % 1978 de 100 dollars U.S., garanties en dollars U.S., de la société Zambia Industrial and Mining Corporation Limited (ZIMCO).
- De 14.854.382 actions ordinaires « B » de 4 kwachas de la société Roan Consolidated Mines Limited (R.C.M.).
- De 3.730.774 actions ordinaires de 2 rands de la société Botswana R.S.T. Limited.

L'admission à la cote officielle des actions de la société bermudienne Zambia Copper Investments Limited et l'inscription sur la liste des valeurs étrangères susceptibles d'être négociées hors cote à la bourse de Paris des valeurs énumérées ci-dessus ont été décidées à la suite de la restructuration des groupes Anglo-American Corporation et Roan Selection Trust (R.S.T.) consécutive à la nationalisation des mines de cuivre et de l'industrie du raffinage par le Gouvernement zambien en août 1968.

Dans le cadre de ces opérations ont été radiées de la cote officielle les actions des sociétés dissoutes :

- N'Changa Consolidated Copper Mines Ltd et Rhokana Corporation Ltd le 15 juillet 1970, et
  - Roan Selection Trust (R.S.T.) le 23 septembre 1970.
-

**annexe X**

**VALEURS RADIÉES DE LA COTE OFFICIELLE  
SUR DÉCISION DE LA COMMISSION**

<b>DATE de la décision de la Commission</b>	<b>BOURSE</b>	<b>NOM DES SOCIÉTÉS</b>
23 janvier	Paris	Compagnie d'investissement et de placement C.I.P. : 100.000 actions de 200 francs.
3 février	Paris	Union pour le Crédit français : 300.000 actions de 50 francs.
3 février	Paris	Société des moulins du Maghreb : 259.200 actions de 50 francs.
3 février	Paris	Glaenger Spicer : 378.000 actions de 50 francs.
3 février	Paris	Etablissements Eiffel : 326.645 actions de 25 francs.
3 février	Paris	Les Travaux souterrains : actions de 2,50 francs.
3 février	Paris	Française de bennes automatiques « Beneto » : 200.000 actions de 50 francs.
3 février	Paris	Société des hôtels réunis : 114.177 actions de 50 francs.
3 février	Paris	Compagnie des freins et signaux Westinghouse : 120.662 actions de 100 francs et 20.000 obligations 4,25 % 1946 de 50 francs.
3 février	Paris	Compagnie d'exploration pétrolière : 2.240.000 actions de 100 francs.
3 février	Paris	Purfina française : 508.198 actions de 50 francs et 478.352 promesses d'actions de 50 francs.
3 février	Bordeaux	Grand hôtel et café de Bordeaux : 15.000 actions de 200 francs.
3 février	Lille	Société des bars de France : 14.000 actions de 40 francs.
3 février	Lille	Etablissements Ch. Tiberghien : 46.000 actions de 30 francs et 15.000 obligations 4 % 1946 de 50 francs.

DATE de la décision de la Commission	BOURSE	NOM DES SOCIETES
3 février	Lyon	Les Assurances françaises : 56.800 actions de 100 francs.
3 février	Lyon	Compagnie de Givors : 88.000 actions de 25 francs et 44.000 actions de 25 francs libérées de 12,50 francs.
3 février	Marseille	C.A.A. - Compagnie d'activités associées : 30.000 actions de 50 francs et 8.000 obligations 4 % 1946 de 50 francs.
3 février	Marseille	Société franco-africaine « Enfida » : 78.600 actions de 50 francs et 1.200 actions de 50 francs remboursées de 25 francs.
3 février	Marseille	Grands moulins d'Arenc : 35.000 actions de 30 francs remboursées de 6 francs.
3 février	Marseille	Société française des pétroles de Silva Plana : 21.024 actions de jouissance.
3 février	Nantes	Les cartonnages de France : 42.658 actions de 30 francs.
21 avril	Paris	U.A.P. Investissement : 1.068.000 actions de 75 francs.
16 juin	Paris	Société de gestion mobilière : 529.138 actions de 75 francs.
30 juin	Paris	Engins Matra : 837 obligations 6,50 % 1970.
7 juillet	Bordeaux	Compagnie des Landes : 10.858 actions de 635 francs amorties de 5 francs.
8 septembre	Paris	Société des établissements Quillery-Goumy : 78.561 actions de 100 francs.
1 <sup>er</sup> décembre	Paris	Le Portefeuille Investissements : 275.000 actions de 100 francs.
15 décembre	Paris	Marinoni : 95.191 actions de 75 francs.
15 décembre	Paris	Compagnie du Ronéo : 54.000 actions de 100 francs.
15 décembre	Paris	Société métallurgique de la Bonneville : 120.000 actions de 50 francs.
15 décembre	Paris	Socantar : 1.968.150 actions de 50 francs.
15 décembre	Nancy	Grande Brasserie ardennaise : 20.000 actions de 200 francs.
15 décembre	Nancy	Dropsy : 276.750 actions de 50 francs.
15 décembre	Bordeaux	Ciments du Sud-Ouest : 630.000 actions de 50 francs.
15 décembre	Lille	S.A. des brasseries et malteries Motte Cordonnier : 112.500 actions de 100 francs.

Ont également été radiées de la cote officielle, sur décision de la Commission, les valeurs étrangères énumérées ci-après :

- Le 3 février, les 115.500 actions de 50 francs de la société Sucreries brésiliennes, qui venait d'acquérir la nationalité brésilienne et dont le capital, à la suite d'une offre publique d'achat, était faiblement réparti dans le public ; la négociation éventuelle de ces actions sur le marché hors cote de la bourse de Paris a été autorisée.
- Le 3 mars, les emprunts roumains suivants, à la suite de l'indemnisation des obligataires :
  - *Emprunts 4 % (consolidation de bons du Trésor).*
  - *Rente unifiée 4 %.*
  - *Rente unifiée 5 %.*
  - *Emprunt extérieur 7 % 1929 (Caisse autonome des monopoles).*
  - *Emprunt extérieur 7,5 % 1931 (Caisse autonome des monopoles).*
- Le 26 mai, les 60.000 obligations 6,5 % 1954 de 100 francs et 90.000 obligations 5,25 % 1955 de 100 francs de la Compagnie immobilière algérienne, l'application de la convention passée le 26 janvier 1969 entre le Gouvernement de la République algérienne et la société entraînant le remboursement des porteurs, sans intérêt, en trente annuités constantes.

**annexe XI**

**TABLEAU DES OFFRES PUBLIQUES TERMINÉES OU ANNONCÉES EN 1970**

<b>DATE de l'offre</b>	<b>SOCIETES dont les actions font l'objet de l'offre</b>	<b>SOCIETES offrantes</b>	<b>BANQUIERS présentateurs</b>	<b>PAIEMENT</b>	<b>QUANTITES demandées</b>	<b>RESULTATS</b>
6-11-69	Métallurgique de la Bonneville	Tréfinmétaux G.P.	Neuflize, Schlumberger, Mallet	60 francs	16.000 actions	64.224 actions acceptées
15-12-69	U.O.P. Fragances (ex. Chiris)	Universal Oil Products	Morgan Guaranty Trust	150 francs	Toutes quantités	11.683 actions acceptées
24-12-69	Etablissements Pigier	International Standard Electric et I.T.T. Industries	Lazard Frères	188 et 186 francs	45.000 actions	64.868 actions acceptées
14-1-70	Compagnie Continentale Edison	Procédés Sauter	Crédit commercial de France	80 francs	Toutes quantités	60.546 actions acceptées
26-1-70	Marinoni	Harris-Intertype Corporation	Chase Manhattan Bank	80 francs	Toutes quantités	17.726 actions acceptées
16-2-70	Compagnie des Compteurs	Schlumberger Limited	Banque de Paris et des Pays-Bas et Banque de Neuflize, Schlumberger, Mallet	Obligations convertibles Schlumberger limited + 10 francs	650.000 actions	1.368.600 actions acceptées
23-3-70	Socantar	E.R.A.P. Chevron Oil, Texaco Operations et Compagnie française des pétroles	Banque Rothschild et Banque Worms et Cie	325 francs	Toutes quantités	204.687 actions acceptées

<b>DATE de l'offre</b>	<b>SOCIETES dont les actions font l'objet de l'offre</b>	<b>SOCIETES offrantes</b>	<b>BANQUIERS présentateurs</b>	<b>PAIEMENT</b>	<b>QUANTITES demandées</b>	<b>RESULTATS</b>
8-4-70	Wood-Milne S.A.	Etablissements Paritzky	Banque de Paris et des Pays-Bas	226 francs	Toutes quantités	5.607 actions acceptées
1-6-70	Société générale foncière	Union de participations	Banque occidentale pour l'Industrie et le Commerce	Obligations convertibles	70.000 actions	209.694 actions acceptées
3-6-70	Brasseries et malteries Motte-Cordonnier	Brasseries Artois	Société générale	545 francs	52.000 actions	60.058 actions acceptées
19-6-70	Dropsy	Weyerhaeuser International Inc.	Banque Morgan Guaranty Trust Company of New York	110 francs	Toutes quantités	33.971 actions acceptées
10-9-70	Petrofina Canada	Petrofina	Banque de l'Union parisienne - C.F.C.B.	actions nouvelles Petrofina	999.998 actions (maximum)	609.987 actions acceptées
21-9-70	Cofica	Compagnie bancaire	Banque de Paris et des Pays-Bas, Crédit lyonnais, Société générale et Banque Worms et Cie	actions Compagnie bancaire	Toutes quantités	1.102.280 actions acceptées
1-10-70	L'Épargne	Etablissements économiques du Casino - Guichard Perrachon et Cie	Banque nationale de Paris et Société générale	Obligations convertibles	85.350 actions	146.534 actions acceptées
27-10-70	Compagnie de Mokta	Le Nickel	Banque Rothschild et Banque de l'Indochine	actions Le Nickel + soulte en espèces	360.000 actions	670.464 actions acceptées le 6-1-71
20-11-70	Les Négociants Négobeuruf	Finarfi S.A. et société de gestion de portefeuille de l'Union laitière Normande-Sogenor	Banque Rivaud Cie	150 francs	Toutes quantités	48.232 actions acceptées le 9-2-71
30-11-70	Engrais chimiques et organiques S.E.C.O.	Société de Prayon	Banque nationale de Paris	40 francs	Toutes quantités	21.907 actions acceptées le 6-1-71

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 26 mars 1971, en application de l'article 4 de l'ordonnance du 28 septembre 1967. Ce rapport a été publié aux *Journaux officiels*, documents administratifs, n° 6, du 2 avril 1971.

---

L.-I. R., 7, rue Saint-Benoit, Paris-6<sup>e</sup> — 548-24-75 - 548-54-83.

---

