

neuvième rapport

COMMISSION
DES
OPERATIONS
DE
BOURSE

année 1976

RAPPORT

AU

PRESIDENT DE LA REPUBLIQUE

ANNÉE 1976

COMMISSION
DES
OPÉRATIONS DE BOURSE

RAPPORT
AU PRÉSIDENT DE LA RÉPUBLIQUE

Pour les remarques et suggestions s'adresser à :

COMMISSION
DES OPERATIONS DE BOURSE
39-43, quai André-Citroën, 75015 Paris
Tél. : 578-33-33
Adresse postale : C. O. B. « Tour Mirabeau »
75739 Paris CEDEX 15

Pour les achats s'adresser à :

DIRECTION DES JOURNAUX OFFICIELS
26, rue Desaix, 75732 Paris CEDEX 15

ou à

LA DOCUMENTATION FRANÇAISE
29, quai Voltaire, 75340 Paris CEDEX 07

*Règlement sur facture ou par titre de paiement joint
à la commande.*

TABLE DES MATIERES

	Pages.
AVANT-PROPOS	1
INTRODUCTION GÉNÉRALE.....	3

PREMIÈRE PARTIE

Les sociétés et les porteurs de valeurs mobilières.

A. — LES PROBLÈMES D'INFORMATION ET LA VIE DES SOCIÉTÉS

I. — <i>L'information périodique</i>	16
L'information des assemblées générales ordinaires.	16
Le contenu des plaquettes annuelles.....	16
La concentration des assemblées générales...	18
Les relations avec les actionnaires.....	18
Les publications obligatoires.....	20
La publication des comptes consolidés.....	21
II. — <i>L'information préalable aux opérations financières</i>	22
Les notes d'information.....	22
L'information à l'occasion des assemblées générales extraordinaires.....	25
III. — <i>L'information occasionnelle</i>	28
Les changements dans la répartition du capital...	29
Les opérations de restructuration en projet.....	30

B. — LES PROBLÈMES JURIDIQUES DES SOCIÉTÉS ET LES PLAINTES

I. — <i>Les sociétés en difficulté</i>	33
II. — <i>Les assemblées générales</i>	35
La limitation de l'accès aux assemblées générales.	35
Les conditions d'exercice du droit de vote	35
III. — <i>Gestion des dirigeants</i>	37
L'affaire Voyer.....	37
Les rémunérations.....	39
IV. — <i>Les groupes</i>	40
V. — <i>Prise de contrôle et fusions</i>	41
Les prises de contrôle.....	41
Les fusions.....	43

C. — LES PROBLÈMES COMPTABLES
ET LE COMMISSARIAT AUX COMPTES

	Pages.
I. — <i>Les problèmes comptables</i>	44
La normalisation comptable.....	44
Les comptes consolidés.....	46
La variation de la situation nette.....	47
La réévaluation des bilans.....	48
Les méthodes d'évaluation des apports	50
II. — <i>Le commissariat aux comptes</i>	51
Le contrôle de la Commission.....	52
L'action disciplinaire.....	53
La réforme du commissariat aux comptes.....	54
Le décret du 7 décembre 1976.....	54
Le projet de modification de la loi sur les sociétés	56
Les perspectives du commissariat aux comptes.....	56
III. — <i>Les interventions auprès des sociétés dans le domaine comptable</i>	57

DEUXIEME PARTIE

**Le marché des valeurs mobilières
et la protection des épargnants.**

A. — LA DIFFUSION DES VALEURS MOBILIÈRES ET DES PARTS DE SOCIÉTÉS CIVILES DE PLACEMENTS IMMOBILIERS	
I. — <i>La réglementation des valeurs mobilières</i>	63
La réforme du marché et des courtages.....	63
La simplification du traitement des valeurs mobilières	64
Les procédures d'introduction en bourse.....	66
La cotation de certaines catégories de valeurs....	67
II. — <i>La structure de la cote</i>	68
La vie de la cote officielle	68
Le développement des bourses régionales.....	69
III. — <i>Les modalités de diffusion dans le public</i>	72
Le démarchage financier	72
Les S. I. C. A. V.	74

	Pages.
IV. — <i>La collecte de l'épargne par les sociétés civiles de placements immobiliers</i>	78
V. — <i>L'actionnariat des salariés</i>	80
<i>L'actionnariat direct</i>	81
<i>Les fonds communs de placement</i>	83
 B. — LA SURVEILLANCE DES TRANSACTIONS 	
I. — <i>Les enquêtes</i>	86
<i>Les mouvements anormaux sur les cours</i>	87
<i>La recherche des opérations d'initiés</i>	90
<i>Les suites judiciaires</i>	91
II. — <i>Les offres publiques et les maintiens de cours après cessions de blocs de contrôle</i>	94
III. — <i>La surveillance des négociations et les plaintes</i> .	
<i>L'exécution d'ordres de bourse</i>	99
<i>Le démarchage</i>	99
<i>La gestion de portefeuille</i>	101
<i>par les agents de change</i>	101
<i>par les remisiers</i>	103
<i>par les banques</i>	105

ANNEXES

	Pages.
I. — Composition de la Commission des opérations de bourse	109
II. — Organisation des services	110
III. — Les émissions de valeurs mobilières en 1976 (annexe suivie d'un addendum méthodologique sur les différentes sources de statistiques d'émissions de valeurs mobilières)	113
IV. — La Bourse en 1976	143
V. — Le contenu des plaquettes annuelles	164
VI. — Le contrôle de la régularité des publications	167
VII. — La publication des comptes consolidés	173
VIII. — Recommandations de la Commission relatives à l'information sur l'actionnariat des sociétés cotées	177
IX. — Les visas et dispenses de notes d'information	179
X. — Le tableau des variations de situation nette	184
XI. — Les décisions sur les valeurs négociables ..	187
XII. — La cote officielle et les opérations de rapprochement des sociétés cotées	200
XIII. — L'évolution du démarchage financier	221
XIV. — L'évolution des S. I. C. A. V. en 1976	226
XV. — Les sociétés civiles de placements immobiliers en 1976	231
XVI. — Situation de l'actionnariat des salariés en 1976	239
XVII. — La situation des fonds communs, de la participation et des plans d'épargne d'entreprise en 1976	244
XVIII. — Statistiques des correspondances reçues par la Commission	249
XIX. — Le centre de documentation et d'information du public	250
XX. — Liste des publications de la Commission des opérations de bourse en 1976. — Table des matières du Bulletin mensuel de la Commission	252

RESUME DU RAPPORT

(p. 263).

AVANT-PROPOS

Le rapport annuel de la Commission des opérations de bourse rend compte, de façon aussi synthétique que possible, de l'activité de la Commission et de ses services au cours de l'année écoulée. Dans une introduction générale sont exposés dans leurs grandes lignes les principaux problèmes qui ont retenu l'attention de la Commission, les réflexions qu'elle a poursuivies, les positions qu'elle a adoptées et les grandes orientations qui guident son action. Le corps même du rapport est consacré au compte rendu de la façon dont la Commission s'est acquittée de ses missions, tant en ce qui concerne les relations des sociétés avec leurs actionnaires (première partie) que le fonctionnement du marché des valeurs mobilières et la protection des épargnants (deuxième partie).

De nombreuses annexes développent les observations formulées dans le rapport. Examinées et approuvées au même titre que ce dernier par la Commission, ces annexes spécialisées doivent être consultées à l'occasion de l'examen des questions particulières qu'elles traitent.

Enfin, il a paru utile de compléter le rapport par un résumé qui permet de prendre une vue rapide des principaux sujets qui y sont traités.

INTRODUCTION GENERALE

L'année 1976, de quelque point de vue que l'on se place, aura été une très mauvaise année pour le marché français des actions. Les cours, après un premier trimestre prometteur, ont baissé de façon quasi continue jusqu'au mois de décembre, la hausse survenue en fin d'année ne pouvant empêcher l'indice général de perdre 17 p. 100 d'une année à l'autre et la Bourse de Paris d'enregistrer la plus forte baisse parmi les places boursières importantes du monde. Les transactions ont diminué de 21 p. 100, par rapport à 1975, en ce qui concerne les seules actions françaises, de 14,5 p. 100 sur l'ensemble des actions françaises et étrangères et de 5,4 p. 100 au total, malgré une progression de 5 p. 100 environ des transactions sur obligations. Enfin, les émissions d'actions ont été caractérisées par un fort ralentissement des augmentations de capital par appel public à l'épargne, limitées au chiffre extrêmement bas de 1,2 milliard.

Le niveau, qui reste élevé, des émissions d'obligations, et l'activité des transactions sur ces titres, ne doivent pas masquer la gravité de cette situation. Celle-ci apparaît d'autant plus inquiétante que 1976 suit, avec seulement un an de répit, une année 1974 dont le précédent rapport de la Commission indiquait qu'elle avait marqué « une crise boursière sans précédent depuis de très nombreuses années ».

La perte considérable de valeur des placements effectués en actions françaises entraîne donc un risque incontestable que les épargnants et les investisseurs institutionnels se détournent durablement, et de plus en plus, des placements en actions et que la Bourse ne soit plus en mesure de tenir sa place dans l'ensemble des mécanismes financiers du pays. Or celle-ci, malgré certaines apparences, reste essentielle : il n'y a aucun exemple au monde d'une économie libérale fonctionnant durablement de façon satisfaisante sans l'existence d'une bourse active. Le succès d'une économie de ce type suppose, en effet, une large diffusion, dans la population, de la propriété des entreprises, à travers la détention d'actions, soit directement, soit indirectement par l'intermédiaire des organismes de placement collectif. Cette diffusion est elle-même inséparable du bon fonctionnement d'un marché « secondaire » qui devrait pouvoir assurer aux placements en actions la liquidité et, globalement, une protection de fait contre l'érosion monétaire. Du bon fonctionnement de ce marché, d'autre part, dépend la possibilité d'un marché « primaire » actif, c'est-à-dire la possibilité pour les entreprises de trouver une source de capitaux permanents nouveaux apportés par des épargnants ou des institutions qui, pour être associés aux perspectives de gains et de croissance, acceptent de partager les risques de pertes.

La quasi-impossibilité pour les sociétés cotées d'avoir recours pour se financer à des augmentations de capital compte tenu de l'état de la Bourse, ce qui est le cas actuellement, entraîne

inévitablement, à moyen terme, des conséquences économiques et financières néfastes, sur le plan général. La seule source subsistante de fonds propres est alors l'autofinancement et, pour l'accroître, les entreprises peuvent chercher à majorer leurs prix. Si les contraintes concurrentielles ou administratives auxquelles elles sont soumises ne le leur permettent pas, elles devront soit freiner leur croissance, au détriment de l'emploi, soit recourir de plus en plus massivement au crédit, au prix d'une fragilité de plus en plus grande de leurs structures financières, les exposant à ne pas pouvoir résister aux à-coups de la conjoncture.

Il y a donc une relation étroite entre un état satisfaisant du marché des actions, la solution des problèmes de fonds propres des entreprises et le développement de notre économie dans le maintien de ses grands équilibres. Pour cette raison notamment, la situation actuelle dans laquelle se trouve la Bourse devrait être, plus peut-être qu'elle ne l'est en fait, une des préoccupations essentielles de tous les responsables économiques et financiers du pays, qu'ils soient associés au fonctionnement des pouvoirs publics, dirigeants d'entreprise ou dirigeants d'institutions bancaires et financières.

Dans son précédent rapport (p. 6 et 7), la Commission a indiqué qu'elle partageait entièrement, en ce qui concerne les moyens de développer les placements en actions, l'analyse et les propositions faites par le Comité du financement du VII^e Plan. Elle constate avec satisfaction que certaines des mesures préconisées, dont l'importance ne doit pas être sous-estimée, ont été adoptées par la loi de finances pour 1977 : déductibilité pendant cinq ans, dans certaines limites, des dividendes afférents aux augmentations de capital nouvelles, effectuées pendant la durée du VII^e Plan, par des sociétés cotées ou qui le seront dans un délai de trois ans (mesure d'un effet analogue à l'octroi, aux actions émises à cette occasion par ces sociétés, d'un avoir fiscal temporaire à 100 p. 100) ; en matière d'impôt sur le revenu, création d'un abattement de 2 000 F par an sur le montant imposable des dividendes d'actions françaises, lorsque le revenu du contribuable concerné n'excède pas un certain plafond ; octroi de l'avoir fiscal aux caisses de retraite et de prévoyance.

La Commission considère que la situation actuelle du marché rend nécessaire de persévérer dans cette voie, notamment en adoptant les autres propositions faites, en ce domaine, par le Comité du financement du VII^e Plan : suppression de la discrimination qui pénalise, en matière d'avoir fiscal, les sociétés d'assurance ; autorisation donnée aux sociétés d'émettre des actions de préférence dépourvues de droit de vote, instruments intermédiaires entre les actions classiques et les obligations, qui bénéficieraient, sur le plan fiscal, de certaines dispositions actuellement réservées à ces dernières ; suppression progressive de l'obligation faite aux S.I.C.A.V. de détenir 30 p. 100 de leurs actifs en obligations, afin qu'elles puissent acquérir davantage d'actions ; création, sous certaines conditions, de fonds communs de placement pour la gestion des portefeuilles appartenant à des institutionnels ou à la clientèle particulière des comptes sous mandat de gestion.

Au-delà de ces mesures, incontestablement importantes, la solution du problème des fonds propres par la voie d'un recours beaucoup plus large aux actionnaires suppose sans doute qu'une réflexion d'ensemble soit menée, d'une part sur le niveau de rentabilité des entreprises, afin qu'une rémunération suffisante puisse être assurée aux placements en actions, d'autre part sur le sort fait à ces placements, du point de vue de leur statut fiscal, par rapport à d'autres investissements (obligations ; investissements immobiliers notamment). Dans la mesure où l'investissement en actions est, à l'heure actuelle, sans doute, à la fois l'un des plus risqués et l'un des plus utiles pour l'économie, dans la mesure aussi où l'imposition des plus-values en capital risque d'ôter à ce type de placement une partie de son attrait, il paraît en effet légitime d'envisager un rééquilibrage des avantages accordés par les pouvoirs publics aux diverses formes de placement.

L'avenir du marché français des valeurs mobilières dépendra également, comme la Commission l'a indiqué dans son précédent rapport, du succès des efforts actuellement menés pour moderniser le fonctionnement de ce marché, l'ouvrir davantage sur l'extérieur, mieux utiliser les possibilités de l'informatique ce qui suppose, dans une première étape, l'unification des modes actuels de cotation. Une modification aussi importante soulève inévitablement des questions complexes et sa mise en place ne peut être que progressive. Mais la Commission considère que la réforme envisagée constituera, pour le marché, un facteur positif de grande importance et souhaite que, dans les discussions actuellement en cours, tous les intéressés en aient clairement conscience.

Sur un autre plan, et à plus court terme, des mesures plus techniques peuvent également contribuer à un meilleur fonctionnement et au développement du marché français des actions. La Commission continue à suivre avec attention l'élaboration des textes légaux et réglementaires nécessaires à la mise en application des importantes suggestions faites en 1975 par un groupe d'experts, mis en place à son initiative, pour proposer des mesures de nature à alléger la tâche des intermédiaires financiers dans l'exécution des opérations sur valeurs mobilières ; elle souhaite vivement que ces suggestions puissent être appliquées en 1977. Elle souligne aussi l'importance qu'aurait le vote par le Parlement d'un projet de loi dont il est saisi depuis avril 1974 et qui permettrait aux sociétés cotées d'intervenir dans des conditions moins restrictives qu'actuellement sur le marché de leurs propres actions, assurant ainsi une plus grande liquidité et une meilleure régulation de ces marchés.

* *

Mais le développement du marché des valeurs mobilières dépend aussi des conditions de clarté et d'équité dans lesquelles il fonctionne, du degré de confiance qu'il inspire aux investisseurs. Ainsi que le déclare un document établi récemment par la Commission des Communautés européennes en vue de l'harmonisation des législations boursières des Etats membres : « Les

opérations d'initiés (insider trading) qui permettent aux personnes bénéficiant d'informations privilégiées d'en retirer des avantages au détriment des autres investisseurs, constituent une menace pour le bon fonctionnement d'un marché, du fait qu'elles détruisent l'égalité de chances entre les investisseurs et donc également leur confiance dans ce marché. Pour assurer le bon fonctionnement du marché des valeurs mobilières, il est donc indispensable d'éliminer cette menace par des mesures tendant à empêcher l'utilisation, dans les transactions sur valeurs mobilières, d'informations privilégiées ».

En France, la loi du 23 décembre 1970 a fixé les règles applicables en la matière, les procédures de contrôle et les sanctions encourues. Usant des pouvoirs d'enquête que le législateur lui avait donnés, la Commission des opérations de bourse a procédé aux investigations nécessaires et a transmis à l'autorité judiciaire les cas qui lui semblaient tomber sous le coup de la loi. Le tribunal de Grande instance de Paris a, au cours des deux dernières années, prononcé un certain nombre de condamnations qui sont commentées dans la deuxième partie de ce rapport.

Ces décisions ont été généralement approuvées par la doctrine. Certains commentaires de presse ont cependant reflété l'inquiétude de milieux boursiers ou d'affaires quant aux incidences qu'une telle jurisprudence pourrait avoir sur l'activité des opérateurs. La vie du marché boursier n'est-elle pas faite pour une grande partie d'anticipations ? Ne risque-t-on pas, au nom d'un égalitarisme excessif, de priver le marché d'une frange d'investisseurs particulièrement active et nécessaire à son animation ? Les dirigeants des grandes entreprises cotées ne vont-ils pas, pour éviter d'être soupçonnés, renoncer à des participations personnelles dans le capital de ces entreprises ?

Ces problèmes ne sont pas nouveaux et au cours de plus de quarante années d'existence et d'action, la « Securities and Exchange Commission » (S. E. C.) des Etats-Unis, chargée par les lois du Congrès, de contrôler le fonctionnement des marchés américains de valeurs mobilières, a su progressivement dégager les critères susceptibles d'assurer un fonctionnement normal de ces marchés, expliquer ces critères, le cas échéant les faire confirmer par les tribunaux. Un ouvrage publié en 1976 sous l'égide du Centre d'études juridiques comparatives de l'Université de Paris-I (1), décrit de façon remarquable l'histoire et le contenu de cette action ; il en souligne les effets bénéfiques.

Les critères dégagés en France par la loi et par les premiers éléments de jurisprudence sont proches de ceux du droit d'outre-Atlantique.

Pour qu'une opération de bourse prenne le caractère d'une opération d'initié, deux sortes de conditions sont exigées qui ont trait à la nature de l'information et à la personne qui l'exploite. L'information doit être suffisamment significative

(1) Alain Georges, *L'Utilisation en bourse d'informations privilégiées dans le droit des Etats-Unis.*

pour être susceptible d'influencer les cours de bourse (telle qu'une offre publique ou un accord important entre sociétés ou encore des résultats, bons ou mauvais, marquant un changement important dans la situation d'une entreprise); l'information doit être encore inconnue du public au moment où elle est exploitée. La personne qui l'exploite (directement ou par personne interposée) doit être un dirigeant d'entreprise ou avoir recueilli l'information à l'occasion de l'exercice de sa profession ou de ses fonctions; elle doit être consciente de ce qu'elle utilise une information privilégiée.

Ainsi définie, l'opération d'initié ne recouvre en aucune manière la masse des opérations que peuvent pratiquer les milieux boursiers à partir d'analyses et de pronostics et qui contribuent à l'animation et à la liquidité du marché. La notion d'« opération d'initié » et celle de spéculation sont des notions distinctes : elles sont même antinomiques dans la mesure où le spéculateur prend un risque, alors que l'initié pense gagner à coup sûr.

Les dirigeants qui sont propriétaires d'actions de leur société doivent être attentifs aux conséquences de leur intervention sur le marché de ces actions, pendant la période où des informations importantes ont pris corps et sont encore confidentielles. En tant que dirigeants de la société, ils sont les mandataires des actionnaires, ils sont comptables à leur égard de l'avenir de l'entreprise et l'utilisation pour leur compte personnel d'une information importante — qui est un élément du patrimoine commun — ne saurait être jugée que comme un comportement déloyal. Par exemple, l'acquisition par eux de titres de la société à la veille d'une heureuse nouvelle constitue à l'égard de l'actionnaire vendeur non informé un comportement qui ne peut être accepté.

Sans doute, de telles normes peuvent être jugées par certains comme une cause de restriction pour le marché; ces restrictions sont sans commune mesure avec celles qui résulteraient de la méfiance que créerait dans l'ensemble du public susceptible de s'intéresser à la bourse l'éventualité d'opérations d'initiés.

La surprise qu'ont pu provoquer dans certains cas les récentes décisions du Tribunal de Paris, ne peut s'expliquer que par une connaissance insuffisante de la nouvelle législation française et une conscience encore imparfaite de ses justifications et de sa portée. La Commission des opérations de bourse souhaite que cette législation soit mieux connue et mieux comprise et que les nombreux milieux professionnels appelés à intervenir dans la préparation, dans l'exécution et dans l'explication des opérations boursières contribuent activement à la faire connaître et respecter.

Cette action va de pair avec celle qui est conduite par la Commission en matière d'information sur les sociétés : plus les informations occasionnelles données sur la situation et les projets des entreprises seront données rapidement et complètement et plus étroite sera la marge offerte aux interventions des initiés.

La Commission souhaite enfin que les travaux d'harmonisation des législations boursières entrepris à Bruxelles progressent,

notamment dans ce domaine. Sans doute, les méthodes de contrôle et les systèmes de sanction resteront longtemps différents et liés aux caractéristiques propres des institutions de chaque pays. Mais ce serait un progrès déjà substantiel que de parvenir à une définition commune de la notion d'initié. Ce serait aussi un progrès majeur que de créer, comme le suggère le document de la Commission des Communautés européennes, « une procédure de collaboration entre les autorités de surveillance des différents Etats membres ».

^{}*

De manière plus générale, la Commission s'est appliquée tout au long de l'année 1976 à assurer la protection des épargnants, tant à l'occasion de la réalisation des opérations boursières que dans le déroulement des assemblées générales des sociétés, dans la présentation des comptes et à travers les différentes informations diffusées.

Sur ces derniers points, des réformes importantes restent à réaliser, qui ont été depuis longtemps préconisées par la Commission : elles sont inscrites dans le projet de loi n° 2510 tendant à améliorer le fonctionnement des sociétés commerciales, à protéger les actionnaires et à défendre l'épargne, qui a été déposé le 12 juillet 1976 sur le bureau de l'Assemblée nationale. Il serait souhaitable que le Gouvernement en obtienne l'inscription à l'ordre du jour des prochains travaux de l'Assemblée.

PREMIERE PARTIE

**LES SOCIETES ET LES PORTEURS
DE VALEURS MOBILIERES**

A. — LES PROBLEMES D'INFORMATION ET LA VIE DES SOCIÉTÉS

Depuis sa création, la Commission a consacré ses efforts à l'amélioration de l'information donnée à leurs actionnaires et au public par les sociétés admises à la cote officielle.

Il est dans le rôle de la Commission de contrôler l'exécution des obligations légales et réglementaires incombant aux sociétés, mais son rôle s'exerce aussi sous diverses autres formes auprès des pouvoirs publics (propositions de modification des textes en vigueur) et auprès des dirigeants de sociétés (instructions et recommandations).

Des modifications de la loi du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales et de son décret d'application avaient été depuis longtemps proposées par la Commission. Celle-ci a noté avec satisfaction le dépôt devant le Parlement en juillet 1976 d'un « projet de loi tendant à améliorer le fonctionnement des sociétés commerciales, à protéger les actionnaires et à défendre l'épargne ». Ce projet, parmi ses nombreuses dispositions intéressant les dirigeants et les actionnaires des sociétés, reprend diverses réformes suggérées par la Commission. Celle-ci espère que le vote du projet interviendra en 1977. On se bornera à signaler ici les principales dispositions relatives à l'information fournie par les sociétés cotées.

L'information au moment des assemblées générales des sociétés cotées serait accélérée et complétée par différentes mesures. Tout d'abord, les comptes annuels (bilan, comptes d'exploitation et de pertes et profits) devraient être publiés avant la fin du quatrième mois suivant la fin de l'exercice, et en tout cas, trente jours au moins avant la réunion de l'assemblée générale. Le droit de communication des documents visés à l'article 168 de la loi du 24 juillet 1966 pourrait aussi s'exercer dès la convocation de l'assemblée, c'est-à-dire trente jours avant la réunion, au lieu de quinze. La publicité des projets de résolution présentés par les actionnaires serait par ailleurs rendue obligatoire.

Une disposition importante tend à imposer aux sociétés ayant des filiales et participations d'annexer à leurs comptes, pour les exercices clos postérieurement au 31 décembre 1977, un bilan et des comptes consolidés.

Il est aussi prévu que le formalisme des assemblées serait allégé par la suppression de l'obligation de lire intégralement le rapport du conseil d'administration, et que toute personne pourrait à tout moment obtenir d'une société cotée la communication ou l'envoi de la plus grande partie de la documentation mise à la disposition des actionnaires (comptes annuels, rapports, exposé des motifs et texte des projets de résolution, liste des

administrateurs), et ce, pour les trois derniers exercices. D'autre part, toutes les sociétés cotées, quel que soit le montant de leur bilan, seraient astreintes à l'ensemble des publications périodiques.

Deux autres modifications concernent la situation provisoire du bilan à la fin du premier semestre de l'exercice, qui serait remplacée par un tableau normalisé de résultats, et les critères retenus pour la publication des comptes annuels des sociétés dont la moitié au moins du capital appartient à une ou plusieurs sociétés cotées, qui seraient sensiblement relevés.

Enfin, il est à noter que le projet de loi envisage que la publicité des documents comptables soit désormais effectuée dans un journal d'annonces légales, avec insertion au *Bulletin des Annonces légales obligatoires* d'un avis indiquant les références de cette publication. Une telle mesure serait propre à résoudre les difficultés, souvent évoquées par la Commission, que rencontre à certaines époques le B. A. L. O. pour satisfaire rapidement un volume important de demandes de publication, mais elle compliquerait notablement la tâche de ceux, professionnels ou actionnaires, qui souhaitent suivre les publications des sociétés cotées. Des aménagements devraient donc être recherchés pour remédier à cet inconvénient.

La Commission a poursuivi l'action entreprise pour guider les dirigeants de sociétés dans leurs décisions ou leurs comportements en matière d'information. En 1976, elle a préparé des recommandations relatives à l'information sur l'actionnariat des sociétés cotées, qui ont été adoptées le 4 janvier 1977, diffusées à toutes les sociétés concernées et publiées dans le bulletin mensuel de janvier 1977 (cf. annexe VIII).

Il était en effet apparu à la Commission que la répartition du capital des sociétés cotées et les modifications affectant cette répartition étaient trop souvent mal connues, alors que le public appelé à détenir les actions de ces sociétés devrait savoir qui les contrôle effectivement et qui est en mesure d'exercer une influence sur leur gestion. D'autre part, la Commission a pu constater que les incertitudes concernant la répartition du capital favorisaient la circulation de rumeurs incontrôlables ou l'utilisation de renseignements privilégiés.

La Commission a donc estimé nécessaire d'établir des recommandations tendant à améliorer la connaissance continue de la répartition du capital des sociétés cotées. Elle compte sur la conscience que les dirigeants de ces sociétés doivent avoir des besoins d'information de leurs actionnaires et du marché dans ce domaine pour qu'ils s'attachent à suivre ses recommandations.

La teneur de ces dernières sera plus précisément signalée dans les sections du présent rapport consacrées à l'information des assemblées générales ordinaires et à l'information occasionnelle.

D'autre part, la Commission a entrepris la refonte de sa note de décembre 1972 relative à l'information des assemblées générales extraordinaires appelées à se prononcer sur des opérations

d'apports ou de fusion. Ce texte, ainsi qu'une note corollaire sur la rémunération des apports, ont été à l'origine d'un progrès certain dans la conception et la présentation des opérations. Cependant, la Commission, à la lumière de quatre années d'application et compte tenu d'une évolution, aux niveaux national et international, dans le sens d'une plus grande rigueur des méthodes et du contrôle, croit utile de préciser et de compléter ses recommandations. De nouveaux textes seront publiés en 1977 après qu'il aura été procédé aux consultations nécessaires.

L'année 1976 a d'ailleurs vu se réaliser de nombreuses et parfois très importantes opérations d'apport et de fusion qui ont particulièrement enrichi les réflexions de la commission dans ce domaine complexe.

Il faut enfin signaler que la Commission, à la suite des constatations qu'elle avait été amenée à faire et des demandes de conseils dont il lui était arrivé d'être saisie, s'est préoccupée des problèmes posés par la liaison de l'information interne à l'entreprise, destinée aux cadres ou à l'ensemble du personnel, et de l'information externe, destinée aux actionnaires et au public.

La Commission a fait appel à un groupe de travail composé d'une douzaine de personnes connaissant bien ces problèmes pour être appelées à les rencontrer de façon concrète dans leur vie professionnelle.

L'attention des sociétés avait été attirée sur l'intérêt de maintenir une certaine unité de leur image, et de définir à cette fin une véritable politique de l'information, conçue de façon cohérente, quelle que soit la destination de l'information. Le groupe de travail s'est d'abord attaché à décrire le profil que devrait avoir le responsable de l'information dans l'entreprise, c'est-à-dire celui qui est chargé de mettre en œuvre la politique de l'information, et à préciser ainsi les qualifications, la situation hiérarchique et le comportement de ce responsable.

Le groupe a dû, d'autre part, constater qu'il était difficile pour les sociétés, aussi souhaitable que soit cette manière de procéder, d'ailleurs courante dans quelques pays étrangers, d'informer simultanément, voire uniformément, les différentes catégories d'intéressés (personnel, actionnaires et public). C'est ainsi que la compréhensible sensibilité des salariés à des événements qui les touchent de près paraît souvent justifier une information directe et adaptée, préalable à celle du public. Le groupe a donc tenté de mettre au point, à l'usage du responsable de l'information, une sorte de tableau de bord prévoyant une chronologie de l'information dans les divers moments de la vie de l'entreprise, qui vise à préserver l'égalité des opérateurs sur le marché boursier tout en tenant compte des réglementations, des usages et des éléments psychologiques.

La synthèse définitive des travaux de ce groupe n'est pas encore terminée; elle fera l'objet dans le courant de 1977 d'une publication, sans doute à l'occasion d'une réunion des responsables de l'information.

I. — L'INFORMATION PERIODIQUE

La loi prévoit à l'intention des actionnaires deux types d'information périodique : d'une part, un compte rendu d'activité présenté une fois par an à l'assemblée générale ordinaire, d'autre part, des publications trimestrielles ou semestrielles dans l'intervalle de deux assemblées.

La commission exerce sur ces deux types d'information un contrôle qui, dans le cas des assemblées générales ordinaires, conduit à une analyse du contenu des documents destinés aux actionnaires et à une action incitant à rendre cette information plus rapide, plus complète et plus vivante, et qui, dans le cas des autres publications périodiques, s'attache particulièrement au respect des délais réglementaires, sans négliger pour autant de rechercher une amélioration de leur présentation ou de leur signification.

L'INFORMATION DES ASSEMBLEES GENERALES ORDINAIRES

La Commission a procédé comme chaque année à un examen de toutes les plaquettes établies par les sociétés cotées françaises à l'occasion de leurs assemblées générales annuelles et en a retiré des constatations encourageantes. Elle souhaite cependant souligner la nécessité d'une meilleure information sur la répartition du capital des sociétés.

La Commission a, d'autre part, poursuivi son action pour tenter d'enrayer le phénomène de concentration des assemblées générales dans les derniers jours du délai légal. Elle a enfin noté un certain nombre d'initiatives intéressantes tendant à faciliter le dialogue entre les actionnaires et les responsables des sociétés.

Le contenu des plaquettes annuelles.

Des commentaires détaillés sur l'analyse des brochures publiées par les sociétés à l'occasion de leur assemblée générale ordinaire sont contenus dans l'annexe V.

Les classements opérés suivant des critères laissant aussi peu de place que possible à l'appréciation subjective montrent, par rapport à l'année 1975, une stabilité de la proportion des plaquettes jugées excellentes (8,4 p. 100) ou réellement déficientes (14,5 p. 100) et, dans les catégories intermédiaires, un glissement appréciable des plaquettes médiocres vers les plaquettes moyennes ou bonnes.

Des progrès assez nets sont enregistrés pour la présentation de comptes comparés et pour les renseignements boursiers. Ils sont pratiquement nuls pour les tableaux de financement.

Au contraire, les exposés sur l'activité et les orientations d'avenir de la société ou du groupe sont plutôt moins complets dans l'ensemble. Il est probable que les incertitudes de la situation économique ont incité les dirigeants à une plus grande circonspection.

L'attention de la Commission s'est portée sur deux autres séries de renseignements : l'actionnariat des sociétés et leur « bilan social ».

La proportion des sociétés fournissant des renseignements sur leur actionnariat est toujours très faible (9 p. 100). La Commission considérant que les actionnaires ne doivent pas ignorer qui contrôle en droit ou en fait leur société, ou qui est en mesure d'exercer une influence sur sa gestion, a demandé dans ses recommandations du 4 janvier 1977 que le rapport annuel du conseil d'administration ou du directoire comprenne, en annexe, la liste des actionnaires, personnes physiques ou morales, qui, à la connaissance de l'organe d'administration, détiennent 5 p. 100 ou plus du capital, en précisant naturellement la fraction détenue par chacun d'eux.

Il est également recommandé, dans le cas où des changements significatifs sont intervenus depuis le précédent exercice, de donner dans le rapport tous les commentaires utiles sur les incidences que ces changements pourraient avoir dans la vie sociale.

L'année 1976 aura été marquée par un développement notable des rubriques « sociales » dans la présentation annuelle de la vie des sociétés.

Faisant écho à une proposition du comité d'études pour la réforme de l'entreprise, que présidait M. Sudreau, la Commission avait organisé en décembre 1975 une réunion des responsables de l'information des sociétés cotées sur le thème du « bilan social ». Soulignant l'évolution que subit le rôle de l'entreprise et l'intérêt que, de ce fait, tendraient à revêtir dans l'avenir, pour les actionnaires et pour tous les lecteurs des rapports annuels, les informations relatives aux données sociales, la Commission avait exprimé le vœu que les sociétés rendent compte plus largement de cet aspect de leur activité.

Ce souhait paraît avoir été entendu puisque, parmi les plaquettes établies en 1976, une soixantaine comprennent des chapitres consacrés aux relations avec les salariés. Ces chapitres sont plus ou moins étoffés ou originaux, équivalant parfois à un véritable rapport social par la densité et la cohérence des indications fournies (cf. annexe V).

L'effort accompli spontanément par les auteurs de ces plaquettes permet de progresser vers un modèle crédible de « bilan social ». Certaines des plaquettes (notamment, celles des sociétés Moët-Hennessy, Roussel-Uclaf et Creusot-Loire) peuvent servir d'exemple aux sociétés qui s'interrogeraient sur la façon de concevoir dans ce domaine leur prochain rapport annuel, en attendant que le projet de loi récemment déposé devant le Parlement soit discuté et ses modalités d'application précisées.

La concentration des assemblées générales.

La concentration des assemblées générales ordinaires dans les derniers jours du délai légal de six mois après la clôture de l'exercice est restée toujours très marquée en 1976, mais avec une légère tendance à s'atténuer.

Parmi les 769 sociétés ayant arrêté leur exercice au 31 décembre :

21 p. 100 ont réuni leur assemblée avant le 1^{er} juin (contre 20 p. 100 en 1975) ;

19 p. 100 ont réuni leur assemblée dans la première quinzaine de juin (contre 16 p. 100 en 1975) ;

59 p. 100 ont réuni leur assemblée dans la deuxième quinzaine de juin (contre 62 p. 100 en 1975), dont les trois quarts du 21 au 30 juin ;

1 p. 100 n'ont pas convoqué leur assemblée ou l'ont convoquée après le 30 juin (contre 2 p. 100 en 1975).

La Commission enregistre cette légère amélioration qui va dans le sens de ses constantes recommandations. Elle observe que la fréquence des assemblées tenues pendant la première quinzaine de juin reste relativement faible et qu'il suffirait qu'un certain nombre de dirigeants de sociétés prennent la décision d'avancer de quelques jours leur assemblée générale pour déterminer une répartition dans le temps mieux équilibrée, facilitant la fréquentation des assemblées par les actionnaires et l'information donnée à leur sujet.

Dans le même souci, la Commission avait demandé à la fin de 1975 à une cinquantaine de sociétés cotées, choisies parmi celles dont les actions faisaient l'objet des plus fortes transactions et arrêtant leur exercice au 31 décembre, de lui communiquer aussitôt que possible la date prévue pour l'assemblée générale de leurs actionnaires en 1976. Le relevé de ces dates a été publié dès le début du mois de mars. Cette opération répondait à deux motifs principaux : d'une part, fournir plus tôt une information utile à ceux qui souhaitent assister à telle ou telle assemblée générale, d'autre part, inciter les sociétés, en choisissant plus tôt une date, à se fixer pour objectif de gagner quelques jours par rapport à l'année précédente. A cet égard, la constatation pour l'ensemble des sociétés concernées d'une avance moyenne de trois jours des assemblées de 1976 par rapport à celles de 1975, ne peut être considérée comme concluante. Ces sociétés sont pour la plupart à la tête d'un groupe et, dans ce cas, leur désir de présenter des comptes consolidés à l'assemblée générale est souvent invoqué par elles comme une raison de réunir l'assemblée le plus tard possible.

La Commission renouvellera cette expérience, étendue à une dizaine de sociétés supplémentaires, pour les assemblées de 1977.

Les relations avec les actionnaires.

L'assemblée générale ordinaire est le moment de la vie sociale le plus favorable aux échanges de vues entre les dirigeants de sociétés et les actionnaires. La Commission a formulé

dans le passé un certain nombre de recommandations visant à rendre les assemblées plus actives et à en donner un compte rendu fidèle.

Sans revenir sur ces recommandations, la Commission pense intéressant de signaler quelques initiatives qui, même si elles ne se manifestent pas toujours à l'occasion de l'assemblée générale, améliorent la connaissance que les dirigeants ont des actionnaires et de leurs préoccupations et facilitent les rapports des uns avec les autres. Bien entendu, en citant ces quelques exemples, la Commission ne prétend pas établir une liste exhaustive, car d'autres initiatives ont pu échapper à son attention. Elle apprécierait d'ailleurs d'être régulièrement tenue informée par les sociétés de leurs expériences nouvelles dans le domaine de leurs relations avec les actionnaires, et du résultat de ces expériences.

Plusieurs sociétés ont cherché à mieux connaître leurs actionnaires, et particulièrement l'image qu'ils se font d'elles, les sujets sur lesquels ils souhaitent être mieux informés et leur opinion sur les différents moyens par lesquels ils sont informés. Un questionnaire très détaillé a été à cette fin envoyé à ses actionnaires par le groupe Thomson. Ce genre d'enquête n'est pas le privilège des sociétés importantes puisqu'une société moyenne comme l'Union pour l'habitation a agi de même. La société Ferodo s'est plus spécialement inquiétée par un sondage, d'ailleurs ouvert à l'ensemble des personnes ou organismes intéressés, des améliorations susceptibles d'être apportées à son rapport annuel.

Parmi les initiatives ayant pour objet de nouer un dialogue entre dirigeants et actionnaires peut être mentionnée celle d'un hebdomadaire financier qui s'est chargé de poser pour le compte de ses lecteurs des questions à l'assemblée générale d'un certain nombre de sociétés et de publier ensuite les réponses qui lui ont été fournies. Dans le même esprit, un autre hebdomadaire financier a ouvert une rubrique « Dialogue avec les entreprises » où sont publiées les questions des lecteurs actionnaires et les réponses ou explications des sociétés concernées.

D'autre part, des organismes commerciaux, liés ou non à la presse financière, ont créé des services de diffusion de rapports annuels. Leur objectif est d'accroître l'efficacité de la diffusion des rapports, en suscitant et en satisfaisant les demandes de personnes réellement intéressées par leur lecture.

La publication dans la presse d'information générale par la Compagnie La Hélin d'un rapport de conception très originale doit aussi être relevée, ainsi que l'établissement par la Compagnie française des pétroles, après une enquête par sondage, d'un rapport annuel simplifié largement diffusé et s'ajoutant à un rapport annuel complet destiné à un public plus restreint.

Il n'est plus rare de voir la presse financière publier un résumé des discussions ayant eu lieu à l'assemblée générale. Une mention doit être faite pour la Société Lafarge qui a fait imprimer et diffuser un document reproduisant les principales questions posées et réponses données au cours de son assemblée générale.

Les efforts réalisés pour entrer en contact plus direct avec les actionnaires provinciaux sont à approuver. Après l'exemple relativement ancien de Rhône-Poulenc et de L'Air liquide, la Compagnie financière de Suez a pour la première fois organisé une réunion d'information pour ses actionnaires de province à Lyon.

La Commission trouve très encourageant que ces diverses initiatives aient été prises et qu'elles l'aient été dans une conjoncture maussade. Elle voudrait toutefois souligner que les relations de confiance entre une société et ses actionnaires ne naissent pas seulement d'un envoi de questionnaire ou d'une action spectaculaire, mais aussi d'un comportement attentif et prolongé, que ce soit d'abord en matière d'information ou dans d'autres domaines.

LES PUBLICATIONS OBLIGATOIRES

La Commission a continué d'exercer une surveillance sans relâche sur l'exécution par les sociétés cotées de leurs obligations en matière de publications périodiques obligatoires.

Ainsi qu'en témoignent les tableaux figurant en annexe VI, quelques progrès ont été constatés, après plusieurs années de dégradation, dans la proportion des publications effectuées avant le terme des délais réglementaires. Cette amélioration n'est pas encore généralisée puisque les publications de la situation provisoire du bilan au 31 décembre 1975 n'étaient assurées, à l'échéance du 30 avril 1976, qu'à concurrence de 39 p. 100, au lieu de 54 p. 100 l'année précédente.

Les retards ressortant de ces statistiques ne sont pas tous imputables aux sociétés. Néanmoins, celles-ci pourraient s'attacher, plus qu'elles ne le font, à transmettre le texte de leurs publications dès qu'il leur est possible, alors qu'un envoi dans les derniers jours du délai prescrit les expose à un risque presque inévitable de retard. D'autre part, certaines sociétés sont effectivement défaillantes (cf. annexe VI).

La Commission a, en revanche, observé avec satisfaction une augmentation sensible du nombre des sociétés qui, suivant les recommandations qu'elle avait faites de concert avec la direction des Journaux officiels, ont publié leurs comptes d'exploitation générale et de pertes et profits, voire l'ensemble des documents visés aux articles 294 et 295 du décret du 23 mars 1967, en même temps que la situation provisoire du bilan à la fin de l'exercice, sans attendre la tenue de l'assemblée générale annuelle. L'information des actionnaires est ainsi accélérée et il suffit d'insérer au B.A.L.O., après l'assemblée générale, une note mentionnant, avec la référence de la publication antérieure, la date d'approbation des comptes et, le cas échéant, les modifications apportées à ceux-ci. Pour les seules sociétés arrêtant leur exercice au 31 décembre, le nombre de celles qui ont adopté cette pratique est passé de 75 en 1975 à 135 en 1976, soit près d'un cinquième des sociétés concernées (banques et compagnies d'assurances exclues).

En 1976, la Commission a jugé utile de procéder à quelques contrôles approfondis sur les publications auxquelles sont astreintes les sociétés dont la moitié au moins du capital est détenue par une ou plusieurs sociétés cotées officiellement. Elle a ainsi remarqué que, sur 1 652 sociétés ayant publié leurs comptes annuels au *B.A.L.O.*, le quart ne mentionnait pas de liens de filiation à l'égard de sociétés cotées. Parmi elles, près de trois cents, dont le motif de la publication n'était pas évident, ont dû être interrogées. Les réponses reçues font apparaître que la plupart des sociétés sont des filiales de sociétés cotées.

La Commission a attiré leur attention sur le fait que l'absence de référence aux liens de filiation qui constituent la cause de la publication réduit notablement la portée de l'information que l'article 298 du décret du 23 mars 1967 a pour objet d'apporter aux actionnaires des sociétés cotées concernées et au public en général. Il leur a été demandé de veiller à mentionner à l'avenir dans les publications effectuées au *B.A.L.O.* la dénomination de la ou des sociétés mères et leur pourcentage de participation.

La Commission rappelle aussi son souhait, déjà exprimé dans le passé, que la société mère fasse, chaque fois que possible, publier de façon groupée ses propres comptes et ceux de ses filiales.

Questionnée par diverses sociétés publiant leurs comptes au *B.A.L.O.* sans y être strictement tenues, la Commission a été conduite à préciser qu'elle ne pouvait que considérer favorablement les publications effectuées spontanément par les sociétés dont les actions font l'objet de transactions régulières sur le marché hors cote, notamment par les sociétés radiées de la cote officielle, de même que les publications effectuées par les sociétés contrôlées pour partie directement, pour partie indirectement, par des sociétés inscrites à la cote officielle, lorsque ces sociétés ont, dans le groupe, une importance significative. Ces publications sont bien entendu jugées particulièrement opportunes de la part des sociétés admises à la cote officielle dont le montant du bilan est inférieur à dix millions de francs.

LA PUBLICATION DES COMPTES CONSOLIDÉS

La Commission a, depuis de nombreuses années, souligné que la publication de comptes consolidés est, pour les sociétés placées à la tête d'un groupe, un élément indispensable de l'information qu'elles doivent fournir à leurs actionnaires. Ses incitations et l'obligation de faire figurer, s'il y a lieu, des comptes consolidés dans les notes d'information soumises à son visa, ne sont pas restées sans effet, mais les progrès enregistrés sont encore lents.

Le nombre de sociétés ayant publié des comptes consolidés est certes passé de 267 en 1975 à 292 en 1976, mais il représente encore moins de 60 p. 100 du nombre des sociétés qui seraient en situation de le faire. Parmi les nouvelles venues à la consolidation figurent des sociétés de première importance comme Michelin ou la Compagnie générale des eaux.

L'examen des comptes publiés montre aussi que certaines insuffisances déjà signalées les années précédentes ne se réduisent que lentement (cf. annexe VII). Il convient néanmoins de remarquer que les sociétés joignant à leur bilan consolidé des comptes de résultats sont plus nombreuses et que des commentaires sur les méthodes de consolidation accompagnent maintenant les comptes consolidés dans la très grande majorité des cas. Ces commentaires restent malheureusement trop souvent incomplets, notamment en ce qui concerne la liste des sociétés consolidées et la répartition de celles-ci suivant les méthodes de consolidation utilisées.

La publication des comptes consolidés devrait sans doute bientôt devenir obligatoire. Il serait souhaitable que les sociétés susceptibles d'être soumises à cette obligation n'attendent pas d'y être contraintes pour assurer une information satisfaisante à leurs actionnaires. En tout cas, il conviendrait que celles qui ne l'ont pas encore fait commencent à se préparer en mettant en place les procédures comptables adéquates (1).

II. — L'INFORMATION PREALABLE AUX OPERATIONS FINANCIERES

Le contrôle de la Commission préalablement à des opérations financières s'exerce, soit sur les notes d'information établies à l'occasion d'un appel public à l'épargne, avec la délivrance d'un visa, soit sur les documents présentés aux assemblées générales extraordinaires appelées à approuver la création d'actions nouvelles sans appel public à l'épargne dans des cas tels que fusions et apports, augmentations de capital réservées, conversions de parts.

Dans le domaine touchant aux notes d'information, les deux questions importantes sont celles de l'adaptation des règles françaises à la directive européenne, dont la préparation est entrée dans sa phase finale, et celle de la diffusion effective des notes auprès du public.

L'information relative aux opérations d'apport et de fusion continue de soulever des problèmes délicats tenant à la nature même de ces opérations, notamment à la part d'appréciation subjective que les décisions relatives à la rémunération des apports comportent presque inévitablement.

LES NOTES D'INFORMATION

Des indications statistiques sont fournies en annexe IX sur les visas de notes d'information accordés dans les cas d'émission de valeurs mobilières avec appel public à l'épargne, d'admission à la cote officielle et d'offres publiques, et sur les dispenses de notes d'information.

(1) Les questions concernant les méthodes de consolidation sont traitées ci-dessous page 46.

On relèvera que le nombre des visas délivrés en 1976 a dans l'ensemble légèrement diminué par rapport à l'année 1975, mais que, pour les seules sociétés françaises, il est au contraire en hausse, quoique de façon très modérée. Cet accroissement provient surtout des augmentations de capital contre espèces, mais ne se traduit aucunement dans le montant des capitaux collectés, les émissions s'élevant en général à des montants assez faibles. Parmi les sociétés qui ont reçu un visa figurent en nombre appréciable des sociétés de développement régional et des sociétés dont les actions se négocient sur le marché hors cote.

La Commission avait envisagé de réviser partiellement, en la complétant sur quelques points, son instruction d'octobre 1973 sur les notes d'information. Cette idée a été provisoirement abandonnée. En effet, le projet de directive de la Communauté européenne en matière de « prospectus » a été soumis en 1976 à un premier examen au niveau des représentants des gouvernements des Etats membres et son adoption définitive, après les phases préparatoires qui ont duré plusieurs années, pourrait maintenant intervenir dans un avenir relativement proche. Les Etats membres devraient alors dans le délai d'un an prendre les mesures nécessaires pour se conformer à la directive.

L'entrée en vigueur de ce texte n'entraînera pas une modification fondamentale dans les pratiques françaises. Il convient, en effet, de souligner que les informations prévues par la directive constitueront sans doute des exigences minimales, que chaque Etat membre garderait la possibilité de dépasser. La supériorité quantitative ou qualitative que présentent dans certains domaines, par rapport au projet de directive, les notes d'information établies en vertu des règles françaises ne serait donc pas remise en cause.

En revanche, sur d'autres points, un alignement s'avérera nécessaire. Il n'est pas sans intérêt de signaler quelques-uns de ces points, tels qu'ils ressortent de l'état actuel du projet.

C'est ainsi que la note d'information devrait régulièrement faire connaître, alors que ce renseignement à l'heure actuelle n'est demandé qu'occasionnellement, le ou les noms des personnes physiques ou morales garantissant la bonne fin de l'émission de titres faisant l'objet de la note, et donner une évaluation du montant global des charges entraînées par cette opération, en distinguant les frais légaux et administratifs, d'une part, les rémunérations globales des intermédiaires, d'autre part.

La note d'information devrait aussi contenir « l'indication de toute personne physique ou morale qui, directement ou indirectement, isolément ou conjointement avec d'autres actionnaires, contrôle en fait la société et la mention du montant de la fraction du capital détenue... »

Enfin, elle devrait faire apparaître les « rémunérations attribuées pour le dernier exercice clos à quelque titre que ce soit, par frais généraux ou par le compte de répartition, aux organes d'administration, de direction ou de surveillance (montant global

pour chaque catégorie d'organes) » ainsi que les « rémunérations payées globalement aux membres de ces organes de la société astreinte à publication par l'ensemble des entreprises contrôlées par cette dernière et gérées comme un ensemble ».

Il est important de noter, pour l'appréciation des difficultés éventuelles d'application en France, que ces divers renseignements sont déjà fournis de façon habituelle dans certains pays de la Communauté européenne.

La procédure d'examen et de visa des notes d'information est maintenant bien connue des sociétés et de leurs conseillers. La mise au point du contenu des notes, si elle peut faire apparaître des problèmes particuliers à une société, ne suscite plus de problèmes de portée générale.

Il n'en est pas de même de la diffusion réelle des notes d'information qui constitue toujours pour la Commission un sujet de préoccupation sur lequel elle se penchera au cours de l'année 1977, en tirant les enseignements de deux enquêtes qui seront menées, l'une auprès d'un échantillon d'actionnaires, l'autre auprès des clubs d'investissement.

D'autre part, la Commission a remarqué que les publicités relatives à des émissions de titres contre espèces, offres publiques ou introductions en bourse omettaient fréquemment de mentionner l'existence de la note d'information établie à l'occasion de ces opérations.

Elle a dû rappeler que l'établissement et le visa d'un document d'information préalablement à l'appel public à l'épargne sont rendus obligatoires par la loi, qui prescrit également que ce document doit être remis ou adressé à toute personne sollicitée, et tenu à la disposition du public au siège social de la société concernée ainsi que dans tous les établissements chargés de recueillir les souscriptions. Les manquements à ces dispositions peuvent entraîner des sanctions pénales pour les dirigeants des sociétés et pour les établissements chargés du placement des titres.

Le visa de la note d'information représentant donc pour tout appel public à l'épargne une formalité substantielle, il est indispensable que le public sollicité sache que cette formalité a été accomplie et qu'il peut disposer de l'information prévue par la loi dans une telle circonstance. Les sociétés qui ont soumis une note d'information au visa de la Commission ont eu leur attention spécialement attirée sur une disposition de l'instruction d'octobre 1973 de la Commission, qui prévoit que tout communiqué, affiche, annonce, circulaire ou document quelconque portant une opération à la connaissance du public doit mentionner de façon apparente le numéro de visa accordé à la note d'information et indiquer le moyen de se procurer celle-ci sans frais.

Cette règle doit aussi rester présente à l'esprit de ceux, intermédiaires financiers, conseils et distributeurs en publicité, journalistes, qui apportent leur concours aux sociétés pour la conception ou la rédaction de documents publicitaires.

La Commission a constaté, à la suite de ses rappels, un retour à des pratiques plus régulières.

L'INFORMATION A L'OCCASION DES ASSEMBLEES GENERALES EXTRAORDINAIRES

L'information donnée aux actionnaires réunis en assemblée générale extraordinaire pour approuver une opération financière est toujours l'objet d'un contrôle attentif par la Commission. Celle-ci demande que les documents présentés à l'assemblée lui soient préalablement soumis. Cet examen, sous réserve qu'il soit tenu compte de ses observations éventuelles, conditionne l'octroi d'une dispense de note d'information au moment de l'admission à la cote officielle des actions nouvelles créées.

Trois catégories d'opérations entrent dans le champ de cette procédure : les conversions de parts, les augmentations de capital réservées et les apports. Les conversions de parts, qui tendent à devenir de plus en plus rares, étant donné l'interdiction en vigueur depuis dix ans d'émettre cette catégorie de valeurs mobilières, nécessitent une explication claire de la méthode suivie pour la détermination des termes de l'échange.

La proposition aux actionnaires d'abandonner leur droit préférentiel de souscription à une augmentation de capital, au profit d'un ou plusieurs souscripteurs, doit recevoir des justifications portant sur l'intérêt de l'émission réservée pour la société et l'ensemble des actionnaires existants, et sur le niveau du prix de souscription. Pour le cas où l'abandon du droit préférentiel est demandé en vue d'une émission d'obligations convertibles, la Commission a formulé dans son rapport pour l'année 1973 des recommandations qui sont inégalement suivies et elle souhaite vivement que les sociétés réunissant leurs actionnaires pour faire décider une émission d'obligations convertibles sans droit préférentiel ne manquent pas de lui communiquer en projet le rapport du conseil d'administration destiné à l'assemblée.

Les opérations les plus nombreuses et les plus complexes présentées aux assemblées générales extraordinaires sont les opérations d'apport partiel d'actifs et de fusion. Celles-ci ont, depuis 1969, fait souvent l'objet d'observations et de prises de position de la Commission, qui les refondra en 1977 dans deux recommandations remplaçant celles de décembre 1972.

Cette année, la Commission a eu, dans ce domaine, son attention retenue plus spécialement par deux séries de problèmes qu'elle a également retrouvés à l'occasion des offres publiques d'échange, pour la justification, dans les notes d'information soumises à son visa, des conditions de l'échange proposé.

La première est relative à la *prise en compte d'éléments prévisionnels* pour le calcul de la rémunération des apports. L'usage, appuyé sur la tradition jurisprudentielle, est d'asseoir les comparaisons sur les données certaines du passé, bien que les parties intéressées à une opération d'apport ou de fusion agissent en fonction des perspectives d'avenir.

En effet, les prévisions sont en général difficilement contrôlables et leur réalisation est en tout cas soumise à des aléas. Si elles se trouvent démenties par les faits, l'opération fondée sur de telles prévisions, quelle que soit la bonne foi de leur auteur, attirera des critiques. Dans le cas de l'offre publique d'échange adressée aux actionnaires de Seichimé, puis de l'absorption de cette société par Pechiney-Ugine-Kuhlmann, des actionnaires se sont plaints que la parité d'échange ait insuffisamment tenu compte des perspectives offertes par les participations étrangères, notamment américaines, de Seichimé. La Commission a répondu aux plaignants qu'elle ne pouvait critiquer la Société Pechiney-Ugine-Kuhlmann pour n'avoir retenu que les données actuelles de comparaison. D'ailleurs, pour être rationnel, il aurait fallu définir l'ensemble des perspectives d'avenir des deux sociétés en cause, et l'on voit bien quelle aurait été la difficulté de cette appréciation et le caractère hasardeux de son résultat.

S'il est normal de s'appuyer sur les données du passé, il serait sans doute irréaliste et parfois nuisible à l'équité de prétendre écarter systématiquement les éléments d'avenir. La Commission estime toutefois qu'en raison de la part d'incertitude et de subjectivité qui s'attache à leur évaluation ils devraient apparaître plutôt comme un des motifs du choix final du rapport d'échange. Ainsi, il est naturel que, si au cours des dernières années une des sociétés à fusionner progresse plus rapidement que l'autre, la parité d'échange prenne en considération cette évolution, sans qu'il soit besoin de lui donner une justification arithmétique par des pondérations plus ou moins arbitraires. L'utilisation des tendances constatées doit cependant rester modérée, lorsque, la société absorbée étant déjà sous le contrôle de la société absorbante, elle risquerait d'exagérer abusivement l'incidence sur la parité d'échange d'une évolution qui pourrait dépendre de la politique de gestion voulue par la maison mère. Il convient par ailleurs de remarquer que les cours de bourse des actions, qui sont fréquemment compris parmi les éléments de comparaison, reflètent dans une certaine mesure les perspectives d'avenir des sociétés, ou du moins l'idée que s'en fait le marché.

En tout cas, la prise en compte directe de résultats prévisionnels ne peut être admise que s'ils ont été établis à partir d'une comptabilité analytique d'exploitation suffisamment élaborée et d'hypothèses raisonnables. Elle se conçoit notamment lors du rapprochement de sociétés exerçant de façon homogène ou relativement homogène certains types d'activité. Par exemple, pour la fusion de sociétés de crédit-bail mobilier ou immobilier (Locafrance-Lomico, Prétabail-Omnibail), l'actualisation des produits financiers des contrats en cours fournit une base tout à fait valable de comparaison. La Commission a jugé également significative la méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie disponible, d'ailleurs couramment employée pour des évaluations de gisements, à laquelle ont eu recours les experts dans l'opération d'apports d'Elf-Erap à la Société Nationale des Pétroles d'Aquitaine.

La deuxième série d'observations a trait aux *critères retenus pour le calcul de la rémunération des apports*. La Commission,

dès 1972, avait recommandé que, sauf dans des cas très particuliers, le calcul ne soit pas fondé sur un critère unique, mais sur plusieurs critères, en évitant cependant qu'une multiplication excessive de critères voisins n'aboutisse à une diversité trompeuse.

D'une manière générale, les dirigeants qui préparent une opération, et ensuite les commissaires qui la contrôlent devraient systématiquement examiner les résultats produits par l'application des critères d'usage habituel, même si des raisons sérieuses conduisent finalement à les écarter. Cette méthode est d'autant plus à conseiller qu'il peut arriver fréquemment que l'actionnaire majoritaire, sans qu'il y ait d'abus de sa part, soit tenté de s'attacher surtout à des aspects de stratégie industrielle ou commerciale, alors que les actionnaires minoritaires s'intéressent de façon plus directe au cours de bourse et aux dividendes. Il importe que les conditions de l'opération tiennent compte de l'ensemble des intérêts concernés et que le point de vue des actionnaires minoritaires ne soit pas méconnu tant au stade de la décision qu'à celui de l'information.

A partir de toutes ces considérations, la Commission a été amenée à intervenir à plusieurs reprises en 1976 pour faire donner aux actionnaires une information sur l'incidence des critères écartés dans des cas où ceux-ci faisaient précisément apparaître un rapport assez différent de celui qui était proposé aux actionnaires.

Elle a par exemple constaté que certaines sociétés se conformaient apparemment à ses recommandations en présentant plusieurs éléments de comparaison, mais l'analyse montrait que ces différents éléments découlaient tous en réalité d'une seule et même caractéristique des entreprises concernées. Ainsi, le recours à plusieurs critères comme le rendement des actions, les bénéfices nets, les marges brutes d'autofinancement, ou une valeur d'actif estimée principalement en fonction d'une capitalisation des résultats ne reflète jamais que la capacité bénéficiaire, et non la valeur intrinsèque des actifs respectifs. Dans de tels cas, la Commission demande aux dirigeants de faire état, dans l'information destinée aux actionnaires, d'indications relatives à la valeur des actifs et au besoin d'expliquer plus complètement leur choix des critères (fusion Société Alsacienne de Supermarchés-Grands Magasins Jung - apports de Dong Trieu à Merlin-Gérin - fusion Pernod-Ricard avec Cusenier et C. D. C.).

D'autres fois, au contraire, c'est le critère des valeurs de rendement qui était laissé de côté, et des indications chiffrées ou des commentaires ont été demandés, soit sur le rendement comparé des titres faisant l'objet d'un apport partiel d'actifs et des actions créées en rémunération de cet apport (apports de la Société lyonnaise des eaux et de l'éclairage à Unifer-S.M.D. et de Châtillon-Commentry-Biache à Saulnes et Gorcy), soit sur le montant des dividendes distribués par les sociétés devant fusionner (fusions de Châtillon-Commentry-Biache avec Hauts Fourneaux de la Chiers et de Pernod-Ricard avec Cusenier et C. D. C.).

Par ailleurs, la Commission continue de juger très souhaitable que, lorsqu'elles revêtent une certaine importance, *les opérations d'apports partiels d'actifs soient volontairement placées sous le régime des fusions*, comme la loi en prévoit la possibilité, afin que les actionnaires des deux sociétés concernées reçoivent l'avis de leurs commissaires aux comptes. Il en a d'ailleurs été très généralement ainsi pour les opérations de ce type effectuées en 1976. Dans certains cas où l'apport n'est important que pour l'une des deux sociétés, ou bien lorsque l'opération soulève par elle-même quelque problème, il peut être admis que les seuls commissaires aux comptes de cette société se voient confier une mission spéciale pour donner leur avis à l'assemblée générale des actionnaires. La Commission a, par exemple, regretté que la Société Merlin-Gérin, lorsqu'elle a invité ses actionnaires à approuver l'apport par la société Dong-Trieu, appartenant au même groupe qu'elle, de la quasi-totalité du capital de la Société d'applications électromécaniques, n'ait pas pensé, compte tenu des particularités de l'opération, à leur fournir cet élément de décision et cette garantie supplémentaires qu'aurait constitués l'opinion des commissaires aux comptes.

La Commission, à l'égard de ces opérations, a pour préoccupation essentielle de faire fournir à l'assemblée extraordinaire une information complète et précise. Elle n'a pas à autoriser, ni à approuver les opérations. Des experts indépendants sont désignés pour faire connaître leur avis aux actionnaires, et il appartient à ceux-ci de prendre leur décision. La Commission est cependant en droit de demander aux commissaires leur opinion sur un aspect de l'opération qui ne lui paraît pas clair. D'autre part, dans l'hypothèse où un ou plusieurs commissaires émettent des réserves sur les modalités de l'opération, la Commission ne peut qu'attirer l'attention des dirigeants sur la responsabilité qu'ils encourraient en persévérant dans leurs projets.

C'est à la suite de pareilles circonstances que les parités d'échange entre les actions Pernod-Ricard, Cusenier et C.D.C. ont été modifiées. L'éventualité d'une modification de parités déjà annoncées appelle quelques commentaires, qui figurent ci-dessous au chapitre de l'information occasionnelle.

III. — L'INFORMATION OCCASIONNELLE

L'année 1976, comme l'année précédente, a été marquée par une conjoncture économique difficile qui a nécessité, de la part des sociétés, le souci d'une information attentive et franche, dont le plus grand nombre a d'ailleurs fait preuve, et, de la part de la Commission, une vigilance particulière.

Cette année a vu également se préparer et se réaliser de nombreuses et souvent importantes opérations de restructuration, ce qui conduit la Commission à préciser ses souhaits quant à l'information sur les changements intervenus dans la répartition du capital des sociétés cotées et sa position à l'égard des problèmes soulevés par l'annonce d'opérations non encore définitives dans leurs modalités.

LES CHANGEMENTS DANS LA REPARTITION DU CAPITAL

Comme elle l'avait indiqué dans son dernier rapport, la Commission avait constaté le besoin pour un fonctionnement convenable du marché, d'une amélioration de l'information sur les prises ou modifications de participation dans le capital des sociétés cotées.

D'une part, elle a continué d'intervenir auprès des sociétés chaque fois que des transactions importantes sur leurs actions parvenaient à sa connaissance, afin de faire publier dans les moindres délais les informations jugées nécessaires. Les informations de ce type, qu'elles aient été spontanées ou provoquées par la Commission, n'ont pas été rares en 1976 : on peut citer parmi elles, en juin 1976, l'annonce par la Compagnie générale d'électricité de l'augmentation de sa participation dans Sintra et celle, en novembre 1976, de la nouvelle répartition du capital de Jacques Borel International.

D'autre part, la Commission a recherché si, à l'image de la réglementation américaine, un système de déclaration obligatoires lors du franchissement de certains seuils pouvait être appliqué. Les consultations auxquelles la Commission a procédé, ainsi que ses propres réflexions, l'ont amenée à estimer que le mécanisme envisagé risquait d'être excessivement rigide et contraignant, et d'un contrôle malaisé. Aussi s'est-elle orientée vers un ensemble de recommandations relatives à l'actionnariat des sociétés cotées qui, outre l'information annuelle dont il a déjà été question, prévoit deux dispositions ressortissant à l'information occasionnelle.

Ces recommandations en date du 4 janvier 1977 visent l'abord les sociétés qui reçoivent, au titre de l'article 358 de la loi du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales, la notification de la part d'une autre société d'une prise de participation dans leur capital supérieure à 10 p. 100. Il leur est demandé de publier cette information aussi rapidement que possible.

Il est aussi demandé, plus généralement, qu'une société venant à être avertie d'un changement substantiel dans la répartition de son capital en fasse part publiquement.

Cette information donnée par la société émettrice des actions en cause ne s'impose pas, si elle est publiée de façon complète par l'acquéreur ou le cédant de la participation. En effet, cet acquéreur ou cédant peut être une société cotée, à laquelle les règles d'une bonne information occasionnelle font le devoir de porter à la connaissance de ses actionnaires et du public toute prise ou cession de participation importante, et une participation dans une autre société cotée est en principe importante.

La Commission croit que les dirigeants de sociétés ne pourront qu'adhérer aux objectifs poursuivis par ces recommandations et qu'à l'instar de l'évolution notée depuis quelques années dans tout le domaine de l'information occasionnelle, des progrès seront rapidement obtenus sur ce point aussi, pour la meilleure information du marché.

LES OPERATIONS DE RESTRUCTURATION EN PROJET

Des problèmes ont été rencontrés sur le plan de l'information à l'occasion des opérations de restructuration. Ces problèmes ne sont pas entièrement nouveaux, mais ils sont devenus plus sensibles en 1976 et il semble utile de leur consacrer quelques commentaires. La règle générale posée en matière d'information occasionnelle par la Commission est que toute information pouvant avoir, lorsqu'elle est connue, une influence sensible sur les cours de bourse doit être publiée dès lors qu'elle ne peut plus être gardée secrète. L'objectif de cette règle est bien évidemment de prévenir de possibles opérations d'initiés réalisées au détriment de l'ensemble des autres opérateurs en bourse non avertis.

Une première série de difficultés apparaît lorsque des bruits commencent à circuler au sujet d'une opération dont le principe est décidé, mais qui ne peut encore faire l'objet d'une information complète. Il en est ainsi d'une opération d'apport ou de fusion dont l'étude des modalités n'est pas achevée. Il est alors souhaitable qu'un communiqué soit publié immédiatement avec les réserves nécessaires, s'il y a lieu, et renvoyant à un communiqué ultérieur pour plus de précisions.

Un autre cas se présente lorsque la société concernée estime que la publication de la nouvelle doit être différée pour permettre la décision formelle du conseil d'administration ou l'information du comité d'entreprise.

La Commission peut, d'une part, s'entendre avec la chambre syndicale des agents de change pour une suspension temporaire des cotations, d'autre part, inviter la société à accélérer l'accomplissement des procédures internes. Les dirigeants qui préparent une opération financière doivent prévoir ces procédures de façon à éviter autant que possible un étalement dans le temps qui accroît les risques d'indiscrétion. Les conclusions des travaux mentionnés plus haut sur les relations de l'information interne et de l'information externe pourront dans une certaine mesure les guider à cet égard.

Le cas le plus compliqué est créé par l'intervention à un titre ou à un autre des pouvoirs publics (autorisation d'investissement étranger, implication d'une société à capitaux publics, etc.); en 1976, il s'est rencontré à plusieurs reprises dans le déroulement de différentes opérations de rapprochement envisagées. Cette intervention des pouvoirs publics entraîne parfois des périodes assez longues d'incertitude pendant lesquelles les sociétés en cause ne peuvent faire plus que de démentir les rumeurs les plus éloignées de leurs projets et pendant lesquelles la Commission se trouve devant l'alternative de demander une suspension, qui pourrait être durable, des cotations de la ou des valeurs concernées, ou de tolérer que le marché fonctionne sans information positive et émanant d'une source autorisée.

Il est certain que la suspension de cotation est contraire à la vocation normale de la bourse et doit rester d'usage aussi rare que possible. La publication d'une information incomplète ou conditionnelle n'est pas non plus pleinement satisfaisante. Mais le public doit comprendre que le recours à l'une de ces solutions, même si elle le gêne ou si elle l'éclaire insuffisamment, a pour objectif de le protéger, de l'avertir, et en définitive de prévenir une rupture inadmissible de l'égalité entre les actionnaires.

L'autre catégorie de difficultés tient à la signification, qui n'a pas été toujours bien perçue (cf. l'absorption par Pernod-Ricard des sociétés C. D. C. et Cusenier), de l'annonce des parités d'échange retenues pour une fusion.

Il convient de rappeler que l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires est seule compétente pour décider, en premier lieu, la réception et l'évaluation des apports, en second lieu, leur rémunération. Les actionnaires émettent leur vote après avoir pris connaissance des rapports établis par les experts indépendants dont le rôle est prévu par la loi, commissaires aux apports et commissaires aux comptes.

Le conseil d'administration établit seulement un projet qui est soumis à l'approbation de l'assemblée. Ce projet peut avoir été étudié sérieusement et arrêté de bonne foi ; il n'empêche que l'assemblée est toujours en droit de le refuser ou de le modifier. Le risque devient plus réel si les commissaires, ou certains d'entre eux, estiment contestables les modalités proposées. Dans cette hypothèse, le conseil d'administration peut certes persister, mais il peut aussi trouver plus juste ou plus prudent de modifier son projet en se conformant à l'avis des commissaires.

Il est vrai qu'après l'annonce des caractéristiques d'une fusion entre sociétés cotées, des transactions boursières sont effectuées sur la base des parités annoncées et que le changement ultérieur des parités fera après coup apparaître comme inopportunes certaines des transactions ainsi réalisées.

Ce genre d'incident, qui sans doute demeurera exceptionnel, est fâcheux, mais finalement préférable, sur un plan général, à une opération inéquitable pour un ensemble d'actionnaires. En outre, le moyen de prévenir un tel incident ne semble pas exister. En effet, l'information doit dans tous les cas être connue par la publication au B. A. L. O. de l'ordre du jour de l'assemblée générale extraordinaire trente jours au moins avant la réunion de l'assemblée générale. Il n'est certainement pas possible de suspendre les cotations jusqu'à la décision de l'assemblée générale ou même jusqu'au dépôt, qui peut être effectué huit jours seulement avant l'assemblée générale, d'un rapport favorable des commissaires aux apports. D'autre part, s'il est recommandable que les commissaires soient saisis au plus tôt du projet de fusion, une étroite collaboration entre les dirigeants et les commissaires pour l'établissement en commun de la parité d'échange ne paraît pas souhaitable étant donné la répartition des responsabilités prévue par la loi et la nécessité de préserver l'entière liberté de jugement des commissaires dans l'exercice de la mission de contrôle qui leur est impartie.

C'est pourquoi les actionnaires et le public doivent être conscients que les parités indiquées lorsqu'un projet de fusion est annoncé ont seulement la valeur d'une proposition et qu'elles sont susceptibles d'être modifiées jusqu'à l'assemblée générale qui les rend définitives.

Pour éviter toute équivoque sur ce point, il est demandé aux dirigeants de sociétés de toujours préciser dans le communiqué faisant connaître au public les modalités d'une opération de fusion que celles-ci sont subordonnées à l'approbation de l'assemblée générale des actionnaires, après avis des commissaires aux apports et des commissaires aux comptes.

Pour les mêmes raisons, la Commission ne croit pas devoir s'opposer à ce que les dirigeants, dans un premier communiqué, avertissent les actionnaires et le public de la décision de principe concernant une fusion, et attendent, pour annoncer la parité d'échange, d'avoir achevé les études et consultations qu'ils jugent encore nécessaires.

B. — LES PROBLEMES JURIDIQUES DES SOCIETES ET LES PLAINTES

Cette année, les cas dans lesquels la Commission des opérations de bourse a été saisie de plaintes portaient essentiellement sur les sujets suivants : les sociétés en difficulté, les droits des actionnaires aux assemblées générales, la gestion des dirigeants, les groupes, les prises de contrôle et les fusions. Dans deux cas, les irrégularités constatées l'ont amenée à transmettre le dossier de la société en cause au parquet. Le premier qui concerne la Société Pierre et Cristal est examiné dans la deuxième partie, le second concerne la Société Voyer et sera examiné dans le présent chapitre (p. 37).

I. — LES SOCIETES EN DIFFICULTE

Ces sociétés posent des problèmes d'information tant aux actionnaires qu'aux commissaires aux comptes et à la Commission.

Des actionnaires ont signalé à la Commission qu'ils manquaient totalement d'information sur le fonctionnement de leur société depuis qu'elle était soumise aux procédures de suspension provisoire des poursuites et de règlement judiciaire.

Des commissaires aux comptes ont par ailleurs attiré l'attention de la Commission sur le fait que lorsqu'une société se trouvait sous contrôle de la justice, il leur était très difficile d'exercer leur mission. Ils ont exposé que certains syndicats considèrent que leur qualité d'auxiliaire de la justice leur permet, en vertu de l'article 229 de la loi du 24 juillet 1966 d'opposer le secret professionnel aux commissaires aux comptes et par suite de leur interdire tout accès aux informations.

La Commission des opérations de bourse, quant à elle, rencontre aussi des difficultés eu égard aux dispositions de l'article 5 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 qui permet également aux auxiliaires de justice de lui opposer le secret professionnel.

S'il est vrai que dans un nombre fréquent de cas la survie de l'entreprise ne pourra être obtenue et que les actionnaires auront ainsi perdu leurs apports, il paraît normal qu'ils soient parfaitement informés des efforts de redressement effectués et

à même de vérifier que des abus n'interviennent pas. Les dispositions de droit commun de la loi du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales concernant l'information des actionnaires ne paraissent pas devoir être écartées pour l'unique raison que la société se trouve soumise à une procédure de suspension provisoire des poursuites, de règlement judiciaire ou de liquidation des biens. De même le rôle des organes de contrôle, Commission des opérations de bourse et commissaires aux comptes, devrait pouvoir pleinement s'exercer dans ce cas, comme le Garde des Sceaux a eu, à plusieurs reprises, l'occasion de l'affirmer.

Cependant sur le plan pratique les rapports entre ces organes et ceux mis en place par les procédures de suspension provisoire des poursuites, d'administration provisoire, de règlement judiciaire et de liquidation des biens — curateur, administrateur judiciaire, syndic — laissent à désirer. En effet ni la loi du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales ni celle du 13 juillet 1967 sur le règlement judiciaire et la liquidation des biens ne précisent les conditions dans lesquelles sont ou non maintenues les obligations qu'a une société envers ses actionnaires en vertu du premier texte, lorsqu'elle vient à entrer dans le champ d'application du second. Les projets en cours d'élaboration modifiant ces deux textes étaient aussi muets sur la question. Sur proposition de la Commission, ils seront modifiés pour inviter les administrateurs judiciaires et les syndics à tenir informés la Commission et les commissaires aux comptes de l'évolution de la situation des sociétés placées sous leur administration.

Toutes les sociétés en difficulté ne soulèvent pas les mêmes problèmes. En particulier les sociétés du groupe Prétabail qui avaient été provisoirement administrées par un administrateur judiciaire ont cette année retrouvé une situation normale et les actionnaires ont reçu régulièrement pendant cette période des informations de l'administrateur judiciaire.

En ce qui concerne les sociétés Cofipa et Batibail, l'administrateur provisoire a réuni les actionnaires en assemblée extraordinaire afin de leur proposer d'approuver la transformation de leur société en société à capital fixe et l'élection d'administrateurs nouveaux. L'administrateur provisoire a annoncé également qu'avant le 31 décembre 1977, il serait proposé aux actionnaires d'approuver la fusion de leurs sociétés avec la Société Prétabail après que celle-ci eut absorbé la Société Omnibail le 30 juin 1976.

A la suite de l'annonce de la restructuration du groupe et de la transformation des Sicomi à capital variable en société à capital fixe, les actionnaires des sociétés Cofipa et Batibail qui ne pouvaient plus revendre leurs titres depuis octobre 1974 ont pu à partir d'août 1976 les céder sur le marché hors cote.

Il a été également annoncé que les actionnaires qui le souhaiteraient pourraient obtenir des avances moyennant le nantissement de leurs titres et disposer ainsi de liquidités (cf. aussi sur cette affaire deuxième partie, page 98).

II. — LES ASSEMBLEES GENERALES

Des actionnaires se sont plaints des clauses limitant l'accès aux assemblées générales et des conditions d'exercice du droit de vote.

LA LIMITATION DE L'ACCES AUX ASSEMBLEES GENERALES

Des actionnaires interrogent la Commission sur la validité des dispositions statutaires limitant l'accès aux assemblées et sur leur droit à l'information lorsqu'ils ne possèdent pas le nombre nécessaire d'actions pour accéder à l'assemblée.

Il est exact qu'en vertu de l'article 165 de la loi du 24 juillet 1966 les statuts peuvent limiter l'accès aux assemblées générales ordinaires aux propriétaires d'au moins dix actions. Mais ce même article permet à plusieurs actionnaires de se réunir pour atteindre le minimum prévu par les statuts et de se faire représenter par l'un d'eux. Dans ce cas, le représentant désigné peut, aux termes de l'article 138 du décret du 23 mars 1967, obtenir toutes les informations prévues aux articles 133 et 135 du même décret. Il n'en reste pas moins que tout actionnaire, titulaire d'un nombre quelconque de titres nominatifs a droit, en tant que tel, à recevoir personnellement une convocation (article 125 du décret); c'est d'ailleurs par ce moyen que les actionnaires peuvent être mis à même d'exercer leur droit de se grouper. En outre, tout actionnaire, s'il en fait la demande, peut également obtenir les informations prévues aux articles 133 et 135 précités (art. 444 de la loi du 24 juillet 1966).

Il existe par ailleurs des sociétés dont les statuts dérogent encore aux dispositions de l'article 165 de la loi du 24 juillet 1966 en prévoyant des limitations plus strictes à l'accès aux assemblées générales. C'est notamment le cas du Crédit foncier de France, soumis à un régime particulier que n'a pas abrogé la loi du 24 juillet 1966 (art. 502). Il est clair toutefois que ces dérogations concernent seulement l'accès aux assemblées, mais pas les droits à l'information tels qu'ils ont été rappelés au paragraphe précédent.

LES CONDITIONS D'EXERCICE DU DROIT DE VOTE

L'exercice du droit de vote par procuration a soulevé deux questions : la première concerne la validité de ces procurations dans le cas où elles ont été adressées avant que n'interviennent des modifications dans les projets de résolution soumis à l'assemblée générale et la seconde concerne le respect des dispositions de l'article 134 du décret du 23 mars 1967 relatives à la forme des procurations.

La première question s'est posée plus particulièrement à propos des assemblées générales extraordinaires appelées à approuver la fusion des sociétés C.D.C., Cusenier et Pernod-Ricard. En

effet, entre le moment où la convocation a été envoyée aux actionnaires des sociétés et la réunion de l'assemblée générale, les conditions des opérations ont été modifiées par rapport à celles qui avaient été annoncées. Or des actionnaires de Pernod-Ricard avaient déjà renvoyé les procurations avant d'avoir pu prendre connaissance des nouvelles parités d'échange qui étaient moins favorables.

La loi a prévu que l'envoi aux actionnaires de la procuration devait être accompagné d'un certain nombre d'informations destinées à éclairer le vote des actionnaires. Une modification ultérieure des modalités des opérations peut donc amener ceux-ci à changer leur position en particulier si un pouvoir renvoyé, sans indication de mandataire, est censé approuver les propositions du conseil d'administration. Les actionnaires peuvent en effet être d'accord avec le conseil sur les modalités initiales et ne plus l'être sur des modalités modifiées. Pour ces motifs, il est nécessaire d'envoyer aux actionnaires des informations nouvelles et de leur faciliter une modification du sens de leur vote s'ils l'estiment souhaitable. C'est d'ailleurs ce qui a été fait dans le cas cité de Pernod-Ricard.

Mais ce n'est pas ce qui a été fait dans le cas de la Compagnie des forges d'Audincourt. Dans cette société, en effet, un actionnaire a fait inscrire à l'ordre du jour de l'assemblée un projet de résolution très critique à l'égard des dirigeants et, sur l'insistance de la Commission, ce projet a donné lieu à une publication au B.A.L.O. mais son texte n'a pas été adressé aux actionnaires, malgré l'engagement pris vis-à-vis de la Commission par le président, qui devait d'ailleurs démissionner au cours de l'assemblée.

Le second problème est celui de la présentation formelle du pouvoir et des indications qui doivent y figurer, en particulier le nom du mandataire.

Le texte de l'article 134 du décret du 23 mars 1967 précise que sur les formules envoyées par la société doit figurer la mention suivante : « si le pouvoir est renvoyé sans indication de mandataire à la société ou à l'une des personnes habilitées par elle à recueillir les procurations, il sera émis en son nom un vote favorable à l'adoption des projets de résolution présentés ou agréés par le conseil d'administration ». Ainsi lors de l'assemblée générale, les dirigeants peuvent désigner un mandataire chargé de représenter tous les actionnaires ayant adressé un mandat en blanc et d'approuver les résolutions présentées par le conseil d'administration.

Mais lorsque ce sont des intermédiaires (banques ou agents de change) qui reçoivent les pouvoirs en blanc des porteurs de titres non nominatifs, il ne paraît pas conforme aux dispositions précitées de l'article 134 que ces intermédiaires, s'ils n'y ont pas été expressément autorisés par l'actionnaire, inscrivent eux-mêmes le nom d'un mandataire sur ces pouvoirs : en effet cela pourrait permettre à ce mandataire d'émettre un vote défavorable au projet du conseil. Si un actionnaire désirait être assuré que son vote parvienne en blanc au conseil d'administration, une formule pratique pourrait consister pour lui à inscrire les mots « En blanc » sur la procuration.

Par ailleurs une association d'actionnaires peut envoyer des formules de procuration établies par elle-même au nom de l'un d'eux car il n'existe aucune obligation d'utiliser les formules de vote envoyées par la société.

Il convient aussi de rappeler que les textes interdisent formellement des mandats à durée indéterminée. La Commission a encore eu connaissance dans le courant de l'année de certains mandats ne comportant pas d'indication de durée pour représenter les titulaires de comptes gérés aux assemblées générales des sociétés dont ils étaient actionnaires, mais il a été depuis lors mis fin à cet usage.

Enfin la Commission a eu connaissance d'une pratique qui consiste à proposer à l'assemblée générale de voter dans une même résolution l'approbation des comptes et l'affectation des résultats, ou encore l'élection de plusieurs administrateurs. Cette pratique, même si elle ne paraît pas contraire à la lettre de la loi et si elle n'a pas été délibérément adoptée pour frustrer les actionnaires de leur liberté de décision, n'en est pas moins regrettable.

La Commission se préoccupe par ailleurs de l'importance des frais supportés par les sociétés à l'occasion des assemblées générales pour l'envoi des procurations et des documents d'information les accompagnant, eu égard en particulier aux droits d'enregistrement perçus sur les procurations.

III. — GESTION DES DIRIGEANTS

En dehors de l'affaire mettant en cause les dirigeants de la Société Voyer, les problèmes posés par la gestion des dirigeants concernent essentiellement les rémunérations.

L'AFFAIRE VOYER

Les actions de la Société Voyer avaient été admises à la cote officielle le 4 juillet 1973 mais ses comptes avaient fait apparaître ensuite une situation gravement détériorée. La Commission a alors procédé à une enquête portant sur les causes des difficultés financières de la société antérieurement à la nomination d'un administrateur provisoire en juillet 1975 et à la procédure de suspension provisoire des poursuites survenue le 13 octobre 1975.

Les résultats de cette enquête ont été rendus publics le 28 mai 1976. La Commission a indiqué que ses investigations lui avaient permis de constater à la fois des irrégularités comptables et des manipulations irrégulières de fonds pendant la période de 1971 à 1974.

En premier lieu, la Commission a constaté des irrégularités dans la tenue des comptes de la société mère, ou de certaines filiales, et notamment des absences de provisions pour des chantiers dont l'exécution s'avérait en fait déficitaire et pour les titres de filiales et participations ayant une situation nette négative.

Selon ces constatations, le processus de détérioration des résultats et de la situation financière de la société sur lequel celle-ci n'a commencé à attirer l'attention de ses actionnaires qu'en novembre 1974 par la publication d'une situation provisoire arrêtée au 30 juin précédent, était déjà en cours avant l'exercice 1974 et même, à certains égards, avant l'admission des actions de la société à la cote officielle.

En réalité une prise en compte prudente et conforme aux règles comptables en vigueur des risques encourus par la société sur ses principaux chantiers déficitaires, ainsi que la prise en charge par Voyer S. A. des versements de fonds mentionnés ci-après, effectués principalement par l'intermédiaire d'une filiale auraient dû faire apparaître une perte au titre de l'exercice 1972, dont les comptes ont été publiés avec un bénéfice net de 7,4 millions de francs pour les comptes sociaux et de 7,5 millions pour les comptes consolidés.

Les irrégularités relevées dans les comptes de l'exercice 1972 ayant persisté en 1973 et 1974, l'exercice 1973, dont les comptes ont été publiés avec un bénéfice net de 5 millions de francs (5,6 millions consolidés) était en réalité en perte. L'apurement des comptes au 31 décembre 1974 d'où il ressort une perte nette de 30,7 millions de francs (34 millions consolidés) n'a pas été suffisant compte tenu, notamment, des risques très importants encourus par la société depuis plusieurs années sur deux commandes exécutées à l'étranger et qui n'avaient toujours pas fait l'objet de provisions.

En second lieu, la Commission a constaté que des sommes d'un montant extrêmement élevé avaient été prélevées sur la trésorerie de sociétés du groupe Voyer sans justifications. En particulier, la Commission a pu établir que des sommes dépassant 16 millions de francs avaient été remises à un directeur général de la société en fonction à l'époque ou virées au profit de sociétés privées qu'il contrôlait directement ou indirectement. Les mentions correspondantes portées en comptabilité étaient fausses et de nature à masquer l'identité du bénéficiaire des versements.

En raison de la gravité des irrégularités constatées, qui sont en partie la cause des difficultés financières de la Société Voyer, la Commission a décidé de saisir le Procureur de la République de ces faits (voir première partie, troisième chapitre, p. 59).

A la suite de l'information ouverte, le Parquet a fait savoir que l'un des anciens dirigeants sociaux, M. A. avait été inculpé d'abus de biens sociaux et d'infraction aux lois sur les sociétés.

La société a d'abord été gérée par un administrateur provisoire mais depuis plusieurs mois, elle a repris un fonctionnement normal avec un conseil de surveillance et un directoire. Une assemblée générale des actionnaires doit statuer en mars 1977 sur les comptes de 1975, et la reprise de la cotation du titre pourra être envisagée.

LES REMUNERATIONS

La Commission a été interrogée sur la portée des textes récents qui fixent des limites à la rémunération des dirigeants. Il s'agit d'abord de l'article 1^{er} de la loi n° 75-1347 du 31 décembre 1975 qui a supprimé les rémunérations allouées sous formes de tantièmes ; il s'agit ensuite de l'article 15 de la loi n° 75-1278 du 30 décembre 1975 qui a limité les jetons de présence susceptibles d'être alloués, en déduction de l'assiette de l'impôt sur les sociétés, aux membres du conseil de surveillance ou du conseil d'administration des sociétés anonymes, à 5 p. 100 du produit obtenu en multipliant la moyenne des rémunérations attribuées aux salariés les mieux rémunérés de l'entreprise par le nombre des membres composant le conseil ; enfin l'article 11 de la loi n° 76-978 du 29 octobre 1976 a prévu que, pour l'année 1977, la rémunération brute versée à une personne par un employeur ne devra pas excéder le même montant qu'en 1976 si celui-ci était supérieur à 288 000 F, étant précisé que les sommes versées à une même personne par une société mère et par ses filiales sont considérées globalement.

En ce qui concerne les deux premiers textes, il a été clairement indiqué, lors de leur discussion au Parlement, qu'ils formaient un ensemble indissociable et qu'en particulier, c'est pour éviter que la suppression des tantièmes « n'entraîne un rajustement excessif des jetons de présence » qu'a été adopté le second.

Par suite, il convient de considérer qu'en dépit de son caractère de disposition fiscale, la limitation du montant global des jetons de présence constitue un complément des dispositions légales concernant les versements de tantièmes. Les actionnaires devraient donc être informés lors du vote des jetons de présence d'un dépassement éventuel de la limite ainsi fixée.

Quant au troisième texte cité il ne constitue ni une disposition pénale, ni une disposition fiscale, mais une interdiction générale dont la violation éventuelle, si elle n'est sanctionnée que par une taxe, n'en devrait pas moins être signalée aux actionnaires par les commissaires aux comptes comme toute irrégularité.

Il n'est pas inutile de rappeler à cette occasion qu'en vertu de l'article 168 de la loi du 24 juillet 1966, tout actionnaire a le droit d'obtenir communication du montant global, certifié exact par les commissaires aux comptes, des rémunérations versées aux dix personnes les mieux rémunérées dans les sociétés employant plus de deux cents salariés. La violation de cette disposition est punie d'une amende de 2 000 à 40 000 F par l'article 445 de la même loi. Il n'est en revanche pas possible aux actionnaires, en l'état actuel des textes, de disposer de la même information en ce qui concerne les rémunérations versées aux dix personnes les mieux rémunérées d'un groupe par l'ensemble des sociétés de ce groupe.

Enfin l'article 27-1 de la loi du 12 juillet 1965, devenu l'article 223 *quinquies* du code général des impôts, a créé une obligation, sous la responsabilité des commissaires aux comptes, de communiquer à la plus proche assemblée générale les redressements fiscaux intervenus dans certaines catégories de dépenses, parmi lesquelles figurent les rémunérations et avantages accordés aux dix personnes les mieux rémunérées dans les sociétés employant plus de deux cents salariés.

D'une manière plus générale, la Commission étudie par ailleurs les conditions dans lesquelles est respectée l'obligation faite par l'article 294 du décret n° 67-236 du 23 mars 1967 aux sociétés cotées dont le bilan dépasse 10 millions de francs de préciser, dans le compte d'exploitation, « le montant des dépenses de toute nature exclues des charges déductibles pour l'établissement de l'impôt sur les sociétés ».

IV. — LES GROUPES

La constitution et le fonctionnement de groupes de sociétés de plus en plus nombreux posent d'importants problèmes.

Ainsi dans une affaire qui lui a été soumise, la Commission a examiné la structure d'un groupe de sociétés cotées qui lui paraissait peu satisfaisante en raison de la situation relative des sociétés concernées : il s'agit du groupe de sociétés Cora dans lequel la société mère, principalement familiale et non ouverte au public, a une activité d'hypermarchés tandis que les filiales et sous-filiales cotées du groupe (Docks du Nord, Sanal Eco, B. Mielle, Sadal) ont une activité de magasins à succursales. Comme suite à cet examen, les dirigeants de la société mère ont présenté des offres publiques d'achats sur les titres des sociétés cotées, à des prix dans l'ensemble très supérieurs au cours de bourse, en considérant que l'organisation qui résultait de la constitution progressive de ce groupe avait pu aboutir à favoriser la société mère à l'encontre des intérêts des autres sociétés.

Il convient de signaler à cet égard que les dispositions des articles 101 et 102 de la loi du 24 juillet 1966, concernant les « conventions particulières » auxquelles est intéressé directement un administrateur ou directeur général, sont souvent regardées comme constituant un des principaux mécanismes de protection des minoritaires à l'intérieur d'un groupe, par l'information qu'elles organisent.

A la vérité, ces dispositions se révèlent souvent inadaptées, soit par l'excès, soit par l'insuffisance des contrôles qu'elles prévoient. En effet en vertu de l'article 102 de la loi, seules les conventions portant sur des opérations courantes et conclues à des conditions normales échappent à la réglementation des « conventions particulières ». Ainsi, même conclues à des conditions normales, les conventions entre une société mère et sa filiale devraient, en principe, être autorisées au préalable par les conseils d'administration, dès lors qu'elles ne porteraient pas sur des opérations habituellement traitées dans le cadre de l'objet social de chacune d'elles ; on conçoit que cette obligation

puisse apparaître trop contraignante dans un groupe étroitement soudé dont les membres peuvent ne pas avoir pour seul but de réaliser un objet social indépendant mais aussi de participer au développement global du groupe.

A l'inverse, cette réglementation n'organise aucun contrôle sur les conventions qui pourraient être prises entre plusieurs filiales d'un même groupe, même à des conditions fondamentalement anormales, dès lors que les sociétés n'auraient pas d'administrateurs communs. La Commission croit devoir attirer l'attention du Gouvernement sur ces anomalies qui, s'ajoutant à d'autres insuffisances, témoignent de la nécessité d'une législation particulière aux groupes.

V. — PRISES DE CONTROLE ET FUSIONS

Malgré l'existence des diverses procédures destinées à assurer l'information et l'égalité des actionnaires, les opérations de restructuration continuent à donner lieu à de nombreuses plaintes, tant dans les cas de cessions de blocs de titres que dans les cas de fusions.

LES PRISES DE CONTROLE

L'examen de plusieurs plaintes a fait apparaître que la portée des dispositions en vigueur sur les cessions de blocs de contrôle n'avait pas toujours été parfaitement comprise par les réclamants.

Lorsque la Compagnie générale d'électricité a cédé à Thomson 16,5 p. 100 du capital de la Société française des téléphones Ericsson, filiale de la société suédoise L. M. Ericsson, des actionnaires de la Société française des téléphones Ericsson se sont plaints en remarquant, d'une part, que le prix de la transaction était supérieur au cours de bourse et, d'autre part, que ce cours n'avait pas été maintenu pendant quinze séances de bourse pour leur permettre de vendre au même prix. Sur ce dernier point, la réglementation relative aux cessions de blocs conférant le contrôle n'était pas applicable dès lors que la société L. M. Ericsson détenait encore 51 p. 100 du capital.

L'autre aspect des plaintes n'était d'ailleurs pas plus fondé parce qu'en l'espèce les ventes de titres avaient été effectuées par voie d'option. Il faut rappeler en effet que la chambre syndicale enregistre, sans publicité, des contrats optionnels qui réservent à l'une des parties la faculté soit de vendre ou d'acheter une quantité de titres déterminée au cours de bourse du jour du contrat ou au cours de bourse du jour de la levée de l'option, ou à un prix égal à la moyenne des cours cotés entre ces deux dates, soit de renoncer à l'opération sans dédit. Il s'ensuit que c'est régulièrement que la Société Thomson a acquis les actions de la Société française des téléphones Ericsson au prix de 780 F, égal au cours à la date de conclusion du contrat d'option (compte tenu du détachement du coupon), bien que le cours de bourse à la date de la levée de l'option ait été de 605 F. On peut citer un autre cas d'application de

ces règles : lors de l'augmentation de la participation de la Société W. R. Grace dans le capital de la Société Jacques Borel International en octobre 1976, la Société Grace a acquis les actions au prix de 294 F alors que le cours coté de l'action était, le jour de la levée de l'option, de 260 F.

La Commission a reçu des plaintes à l'occasion de l'acquisition par Thomson d'un bloc d'actions de la société Le Matériel téléphonique effectuée à un prix inférieur au cours de bourse coté le jour de la cession. La question soulevée est traitée dans la deuxième partie (p. 97).

La Commission a reçu aussi des plaintes d'actionnaires dans des cas d'offre publique. Ainsi l'offre lancée par la Société Gaz et Eaux sur les titres de la Compagnie des eaux et électricité de l'Ouest Africain a suscité un grand nombre de plaintes portant sur l'insuffisance du prix proposé. La Commission rappelle qu'elle ne porte pas d'appréciation sur le prix d'une offre : elle veille seulement à ce que les justifications de ce prix soient clairement exposées par l'acquéreur, laissant ensuite les actionnaires libres de donner suite à cette offre.

Les actionnaires de la Compagnie des eaux et électricité de l'Ouest Africain se sont plaints, en outre de ce que l'offre faite sur les titres de leur société ne portait que sur une partie de ces titres. Il en a été de même à l'occasion de l'offre faite par la Société Arjomari-Prioux sur les titres de la Société des papeteries Canson et Montgolfier.

Il est fréquent que, dans de tels cas, les actionnaires manifestent leur inquiétude sur le rétrécissement du marché que risque d'entraîner l'opération et la baisse consécutive de la valeur de leurs titres. Il faut rappeler que la procédure d'offre publique permet de préserver l'égalité des actionnaires en cas de prise de contrôle, en obligeant l'acquéreur à répartir ses achats entre tous les vendeurs, même s'il n'en prend qu'une quantité réduite. Toutefois la Commission considère que, lorsqu'une société a pris le contrôle d'une autre par voie d'offre publique limitée, elle assume une responsabilité particulière à l'égard des actionnaires dont elle a limité la faculté de retrait et elle ne peut se désintéresser du marché du titre.

La Commission a fait part des considérations qui précèdent à la Régie Renault à propos d'un cas particulièrement significatif qui lui a été signalé cette année, celui de la Société Bernard Moteurs.

Le 26 décembre 1972, les actionnaires de cette société se sont vu proposer par une société du groupe de la Régie Renault le rachat de leurs titres au prix de 225 F ; toutefois, l'offre était limitée à 240 000 actions sur les 403 872 composant le capital afin d'assurer à Renault un contrôle de 60 p. 100 du capital. A l'issue de l'opération, 379 000 titres avaient été présentés et une réduction proportionnelle a dû avoir lieu. Ultérieurement les actionnaires ont pu constater une chute constante des cours de leurs titres, d'autre part, les résultats de la société sont devenus négatifs à partir de 1974 et la situation continue à s'aggraver.

LES FUSIONS

Plusieurs opérations de fusion ont suscité des plaintes portant sur la parité d'échange proposée par les dirigeants aux actionnaires. Ces plaintes ne sont pas toujours fondées (cf. chap. I, p. 31). Toutefois la Commission a considéré comme sérieuses les plaintes émanant d'actionnaires des sociétés C. D. C. et Cusenier lors de l'absorption de ces dernières par la Société Pernod-Ricard. Elle est donc intervenue pour appuyer ceux des commissaires aux comptes qui jugeaient insuffisante la rémunération proposée aux actionnaires des sociétés absorbées.

De manière plus générale, la Commission a constaté que la procédure légale de fusion par absorption comportait des insuffisances dans la protection des actionnaires minoritaires de la société absorbée.

Les actionnaires de l'absorbée réunis en assemblée générale extraordinaire décident à une majorité des deux tiers d'apporter les actifs de leur société à une autre et se prononcent sur la parité d'échange des titres qui leur est proposée après avoir entendu le rapport des commissaires aux comptes qui leur indique en particulier si la rémunération accordée leur paraît convenable. Ainsi lorsqu'une société mère absorbe une filiale dont elle détient plus de 67 p. 100 du capital, elle est assurée du vote de la liquidation de l'absorbée et pratiquement, quand son conseil d'administration arrête la parité d'échange, le vote de l'assemblée est purement théorique. Il ne reste plus aux minoritaires qu'un hypothétique recours en abus de majorité.

La Commission considère qu'une première amélioration consisterait à prévoir la communication obligatoire aux actionnaires de l'absorbée du rapport qu'établit le commissaire aux apports nommé par le président du tribunal de commerce et dont la législation actuelle ne prévoit communication qu'aux actionnaires de l'absorbante. Cette réforme aurait aussi pour effet de compléter la mission donnée au commissaire aux apports qui ne devrait plus limiter son étude à la seule vérification de l'évaluation des apports mais l'étendre à la parité d'échange des titres.

D'autres voies de recherches sont envisageables pour mieux protéger les intérêts des minoritaires de l'absorbée. Une possibilité intéressante pourrait être, en s'inspirant de la procédure de vote suivie chez l'absorbante, de prévoir une certaine limitation du nombre des voix dont pourrait disposer chaque actionnaire. Une autre possibilité pourrait être l'organisation d'une voie de recours rapide (par exemple un référé) ouverte aux actionnaires de l'absorbée avant la tenue de l'assemblée générale extraordinaire.

Les travaux d'élaboration du projet de directive sur les fusions menés à Bruxelles pourraient être une occasion d'explorer ces voies de recherche.

C. — LES PROBLEMES COMPTABLES ET LE COMMISSARIAT AUX COMPTES

I. — LES PROBLEMES COMPTABLES

Les documents comptables présentés par les sociétés constituent aux yeux de la Commission le moyen d'information le plus important pour donner aux actionnaires et aux actionnaires potentiels que constitue le public les moyens de prendre leurs décisions financières à bon escient. Aussi la commission attache-t-elle un grand intérêt à toutes les possibilités de faire progresser les méthodes et pratiques comptables; elle y contribue à la fois en collaborant à des travaux entrepris par des organismes compétents, en prenant elle-même des initiatives dans le cadre de ses attributions et en veillant à la bonne application par les sociétés des règles comptables en vigueur.

LA NORMALISATION COMPTABLE

L'année 1976 a été marquée, comme 1975, par une intense activité sur le plan de la normalisation comptable: poursuite de la mise au point du plan comptable général révisé et de plusieurs plans comptables professionnels, en France; achèvement presque complet de la directive de la C. E. E. pour l'harmonisation des comptes des sociétés; entrée en vigueur des premières normes de l'I. A. S. C. (1).

Le facteur de changement le plus important est certainement l'entrée en vigueur en France, prévisible à échéance de quelques années, des normes comptables européennes regroupées dans la directive en cours d'élaboration. Pour les Français cela impliquera notamment un approfondissement du système de références d'après lequel les comptes sociaux sont établis et vérifiés: jusqu'ici les bilans et comptes de résultats des sociétés françaises doivent être réguliers et sincères et c'est comme tels que les commissaires aux comptes les certifient; avec la future directive les comptes annuels devront « donner une image fidèle » de la société quant à son patrimoine, sa situation financière et ses résultats.

Le concept d'image fidèle est très proche de la « true and fair view », principe de la comptabilité en Grande-Bretagne, et très proche également de la notion de sincérité telle que nous la connaissons en France. En consacrant ainsi la primauté de la sincérité sur la régularité, les pays de la C. E. E. reconnaissent que le respect des règles comptables ne peut garantir à lui seul la bonne représentation de la société dans ses comptes.

(1) International Accounting Standards Committee: association internationale non gouvernementale regroupant les organisations professionnelles d'experts-comptables d'une vingtaine de pays. Son action a été évoquée dans le rapport 1975, p. 60.

La directive prévoit expressément que lorsque l'application des règles comptables qu'elle définit ne suffit pas pour donner l'image fidèle visée, des informations complémentaires doivent être fournies et qu'on peut même, si cela apparaît nécessaire, écarter l'application d'une disposition qui ferait obstacle à la fidélité de l'image dans le cas particulier. La sincérité prime donc la conformité à la règle. Le fait que la législation française actuelle punit non les bilans irréguliers mais les bilans inexacts conduit déjà à la même interprétation.

Nombreux seront sans doute les professionnels de l'établissement ou du contrôle des comptes de sociétés qui s'inquiéteront de prime abord devant cette liberté mais aussi cette responsabilité qui leur est reconnue. Se conformer à des règles formulées de façon détaillée et pratiquées depuis longtemps est facile et rassurant, mais la commodité de la régularité formelle ne doit pas l'emporter sur la recherche de ce qui est significatif.

La fidélité implique aussi une certaine constance dans les pratiques comptables : de même qu'aucune balance, si perfectionnée soit-elle, ne peut donner le poids rigoureusement exact, aucun bilan ne représentera jamais, lui non plus, parfaitement la situation d'une société ; mais de même qu'à la pesée suivante la même balance doit être utilisée, le bilan ultérieur lui aussi doit être établi selon les mêmes méthodes, sauf à donner les justifications des modifications intervenues, faute de quoi les lecteurs seraient trompés.

En France cette nécessité de respecter la constance des méthodes est consacrée par la loi depuis 1966 dans son article 341, mais on constate qu'en fait ni les dirigeants de sociétés ni les commissaires aux comptes n'attachent jusqu'à présent une considération suffisante à cette disposition. Des développements sont consacrés plus loin à cette question (p. 57).

Il convient par ailleurs de rappeler qu'en France la représentation fidèle de la société dans ses comptes sociaux se heurtera souvent à un obstacle plus grand que dans d'autres pays : il s'agit des interférences nombreuses de la réglementation fiscale sur les modes d'établissement des comptes, sur lesquelles la Commission a exprimé ses préoccupations et ses suggestions dans son rapport 1975 (p. 59). Les dispositions récemment édictées en matière de réévaluation des bilans ne montrent malheureusement pas de progrès dans cette direction. Aussi la Commission continue-t-elle d'estimer que, pour qu'une image suffisamment fidèle de l'entreprise puisse être assurée dans toutes les circonstances, il restera utile de recourir à deux types d'information complémentaires, non obligatoires jusqu'ici en France : les « notes annexes » aux comptes sociaux, d'une part, les comptes consolidés, d'autre part.

La Commission a déjà manifesté l'intérêt qu'elle attache à la publication de notes et tableaux en annexe aux comptes sociaux, dans de précédents rapports et surtout dans ses instructions sur les notes d'information soumises à son visa. Le projet de plan comptable général révisé comme le projet de directive européenne attribuent à ces informations annexes une impor-

tance égale à celle des bilans et comptes de résultats, ce qui confirme l'opportunité pour les sociétés françaises de développer cette pratique dans leurs rapports annuels, sans attendre que la loi le leur prescrive.

Quant aux comptes consolidés, dont les travaux de normalisation sont exposés ci-dessous, la Commission y attache d'autant plus d'importance que c'est le seul type de documents comptables pour lesquels on puisse espérer l'instauration d'un langage commun à l'ensemble de la communauté économique internationale: alors que les normalisations comptables nationales seront toujours plus ou moins imprégnées des particularismes juridiques et fiscaux, les normes d'établissement des comptes de groupe peuvent chercher à se calquer sur la nature économique des activités et des situations représentées. Une certaine convergence progressive se manifeste d'ailleurs au plan mondial depuis quelques années dans ce domaine.

LES COMPTES CONSOLIDÉS

La Commission est associée aux travaux du conseil national de la comptabilité qui achève la mise à jour des recommandations de 1968 sur la consolidation des bilans et des comptes.

Les experts qui préparent le nouveau texte ont suivi les résultats des travaux menés sur le même sujet par la Commission des communautés européennes d'une part et l'International Accounting Standards Committee d'autre part. La Commission des communautés européennes a établi un projet de directive sur les comptes de groupe actuellement en cours d'examen par le Comité économique et social, et l'I. A. S. C. a publié en juin 1976 une recommandation sur les états financiers consolidés.

Ces études menées de front à Paris, Bruxelles et Londres manifestent une tendance dominante à l'harmonisation des règles de consolidation sur le plan international. En France, le souci d'harmonisation se conjugue avec un effort pour améliorer les recommandations de 1968 à la lumière de huit années d'expérience, et les compléter sur les points que les experts de 1968 n'avaient pas cru devoir traiter au fond.

Le projet de rapport du conseil national de la comptabilité sur la consolidation des bilans et des résultats et le projet de directive européenne ne diffèrent sur aucun point notable. Cette dernière retient même la possibilité de pratiquer la consolidation proportionnelle des entreprises contrôlées conjointement par le groupe et une ou plusieurs entreprises étrangères au groupe, alors que jusqu'à maintenant cette méthode n'était guère pratiquée qu'en France et que de nombreux experts critiquaient cette singularité de notre pays.

Les points de convergence principaux entre les documents français et européen et la norme I. A. S. C. paraissent être les suivants: le degré d'influence ou de contrôle sur la gestion prend le pas sur le pourcentage de participation au capital comme critère de sélection des sociétés à consolider par inté-

gration globale. La mise en équivalence devient en France une véritable méthode de consolidation et rejoint l'« equity method » américaine au lieu d'être une simple technique de réévaluation des titres de participation comme dans la recommandation de 1968 : la part détenue par le groupe dans les résultats des sociétés mises en équivalence est comprise dans les résultats consolidés. D'autre part, la situation fiscale latente découlant des retraitements opérés pour la consolidation est prise en compte.

On doit noter enfin que l'obligation d'indiquer expressément les méthodes de consolidation appliquées est confirmée et que le contrôle et la certification des comptes consolidés deviennent une exigence générale.

En ce qui concerne la France, où selon toute vraisemblance les comptes consolidés vont devenir obligatoires pour les sociétés cotées, il faut ajouter aux progrès mentionnés ci-dessus une définition du périmètre de consolidation plus souple et mieux accordée à la réalité économique du groupe ; elle permet, notamment, la consolidation de sociétés dont l'activité diffère de l'activité principale du groupe. On peut mentionner aussi l'attention apportée au traitement de la différence de consolidation, et en particulier de la survalueur, les solutions proposées pour la conversion des comptes en monnaies étrangères et l'importance plus grande accordée au résultat consolidé dont la notion est précisée et complétée.

VARIATION DE LA SITUATION NETTE

Dans son bulletin mensuel n° 79 de février 1976, la Commission a publié une recommandation tendant à la publication par les sociétés d'un tableau de leurs résultats et des variations de leur situation nette. Le but recherché est de permettre aux actionnaires de mieux mesurer et comparer d'un exercice à l'autre l'enrichissement ou l'appauvrissement de la société (ou de son groupe) quand certains éléments de ceux-ci n'ont pas eu d'incidence sur le résultat comptable publié. Il peut en être ainsi par suite soit d'errements comptables non conformes aux règles comptables en vigueur, soit de l'utilisation de certains avantages accordés par la réglementation fiscale.

Le modèle proposé par la Commission est conçu de manière à faire apparaître, en solde, la part de l'accroissement ou de la diminution (en unités monétaires courantes) de la situation nette ne relevant pas expressément d'une décision des actionnaires à une ligne intitulée « variation de la situation nette au cours de l'exercice hors opérations de structure ». Etant donné l'information recherchée, la situation nette s'entend au sens large, c'est-à-dire y compris les subventions d'équipement et les comptes dénommés « provisions » bien qu'ils soient dotés par prélèvement direct sur un poste de la situation nette.

Soixante-deux sociétés ont suivi cette recommandation et ont publié en annexe à leurs comptes un tel tableau. L'analyse des tableaux publiés entre mars et octobre 1976 a fait l'objet de

commentaires dans le bulletin mensuel de la Commission n° 86 d'octobre 1976. L'examen des documents publiés a montré que dans la plupart des cas et sous réserve d'erreurs de détail tenant à des divergences d'interprétation de certaines notions comptables utilisées, l'utilité du tableau de variation de la situation nette avait été comprise par les sociétés. Tout en regrettant que la plupart des sociétés concernées n'aient pas jugé utile de publier également un tableau de variation de la situation nette consolidée, la Commission considère cette expérience comme positive.

Un nouveau modèle de tableau, légèrement modifié pour tenir compte de l'expérience acquise en 1976, a été proposé aux sociétés pour 1977 dans le bulletin mensuel n° 89 de janvier 1977 (cf. annexe n° X).

Il convient de rappeler en conclusion que le tableau développé des variations de la situation nette (tableau II de la même annexe) n'est pas une fin en soi, mais que son intérêt est de déterminer correctement la partie de la variation de la situation nette qui peut être considérée comme ayant un caractère de résultat, pour remplir le tableau I. Ce dernier qui rapproche, en chiffres globaux et par action, le résultat comptable publié et la variation de la situation nette, constitue l'information la plus utile pour les utilisateurs des comptes annuels des sociétés.

LA REEVALUATION DES BILANS

La Commission avait souligné dans son rapport 1975 la multiplicité des travaux d'analyse et de recherche menés dans de nombreux pays en vue de mettre au point des méthodes corrigeant la comptabilité d'entreprise des distorsions entraînées par les variations de prix générales ou spécifiques. Cette activité ne s'est pas réduite en 1976, et notre pays est un de ceux où elle a été la plus intense. Mais avant d'évoquer les études menées et les mesures prises en France, il est important de souligner un phénomène caractéristique : dans l'ensemble des documents publiés dans le monde entier sur cette question par les différents organismes tant publics que privés, deux options fondamentales se dégagent, sur lesquelles tout gouvernement ou toute institution appelée à se prononcer doit nécessairement prendre parti :

- Quant à l'objet de la « comptabilité constante » (1), certains considèrent que l'essentiel est de garantir à l'entreprise le maintien ou le remplacement équivalent de ses moyens de production et de ses stocks, quelles que soient les variations de prix des différents éléments de ceux-ci (méthode des valeurs de remplacement) ; c'est ce qui a été jugé prioritaire par la S. E. C. aux Etats-Unis aussi bien que par la commission Sandilands en Grande-Bretagne. D'autres jugent que l'essentiel est de rétablir la constance de l'unité de compte utilisée, en convertissant les unités monétaires de pouvoirs d'achat variables

(1) Cette expression constitue un essai d'équivalence de l'expression « inflation accounting » ; l'expression courante française de réévaluation des bilans est en fait peu appropriée.

selon les époques en l'unité monétaire nationale avec pouvoir d'achat de la date de l'établissement des comptes (méthode du pouvoir d'achat) ; c'est la méthode jugée très généralement la plus appropriée par les professionnels de la comptabilité de nombreux pays, et qui a été pratiquée à titre expérimental par de nombreuses sociétés anglaises cotées en bourse depuis trois ans, en application d'une recommandation de la profession comptable.

- Quant au support du système pratiqué, il est possible d'obliger les entreprises à modifier les documents comptables eux-mêmes. C'est ce qui est prévu en Grande-Bretagne, de façon audacieuse ; les mesures législatives prises en Italie et en France, beaucoup plus modestes, se traduisent également dans les comptes eux-mêmes. Il est aussi possible de demander seulement aux entreprises (ou à un certain nombre d'entre elles) de présenter en annexe à leurs comptes officiels des documents établis en « comptabilité constante » fournissant une information complémentaire. C'est ce qu'a prescrit la S. E. C. en mars 1976 pour prendre effet en 1977, à l'égard de mille sociétés environ, après les institutions professionnelles britanniques en 1974, comme on l'a indiqué ci-dessus.

Au plan international, l'I. A. S. C. essaye de définir un certain nombre de concepts doctrinaux qui puissent être universellement acceptés et d'en déduire des méthodologies ; au niveau de la Communauté économique européenne, le projet de directive comptable prévoit de reconnaître plusieurs méthodes possibles et cherche à réduire les divergences quant à leurs conséquences juridiques.

En France, de nombreux organismes se sont prononcés au cours de l'année 1976 sur la réévaluation des bilans. Le congrès national de l'ordre des experts-comptables, tenu à Strasbourg en octobre et dont le thème était « Les entreprises et l'inflation » a apporté une contribution importante au progrès des idées et des techniques en matière de correction comptable des effets de l'inflation. L'ordre des experts-comptables a formulé une nette préférence pour la méthode du pouvoir d'achat plutôt que pour celle des valeurs de remplacement et a souhaité que la réévaluation soit à la fois permanente (à périodicité annuelle) et appliquée par l'ensemble des entreprises.

Plus important encore a été le travail d'étude et de proposition réalisé par la commission réunie à la demande du ministre de l'économie et des finances auprès du commissariat général du Plan et présidée par M. Delmas-Marsalet. Le rapport établi par la commission au terme de six mois de travaux recense de façon précise les différentes sortes de conséquences nocives de l'inflation sur les comptabilités d'entreprises, sur les comportements d'investissement et les structures de financement ainsi que sur les effets induits au niveau macro-économique. Quant aux remèdes possibles le rapport définit comme caractères prioritaires d'une réévaluation des bilans bien comprise d'être à la fois une opération de vérité économique et d'assainissement financier, et souhaite que les difficultés d'application sur les

plans juridique et fiscal ne soient pas considérées comme des obstacles insurmontables mais que des solutions pragmatiques et progressives soient recherchées.

Le rapport se prononce pour une application graduelle des mesures de réévaluation : dans une première étape, assez brève, il serait prescrit aux sociétés cotées et recommandé aux autres entreprises de présenter en annexe à leurs comptes officiels des informations complémentaires corrigées des effets de l'inflation sur leurs actifs et sur leurs résultats. Un régime fiscal favorable permettrait aux entreprises qui se jugeraient en mesure de le faire de procéder à la réévaluation de leurs comptes sociaux eux-mêmes, en suite de quoi elles procéderaient chaque année à une actualisation de leurs comptes pour dégager, à titre d'information, leurs résultats corrigés. Dans une deuxième étape les pouvoirs publics tireraient les enseignements de cette première phase pour prendre éventuellement en considération les résultats corrigés comme bénéfice distribuable et comme assiette de l'impôt.

Les pouvoirs publics n'ont pas cru pouvoir aller actuellement dans cette direction et ont préféré limiter, dans la loi de finances pour 1977, la réévaluation légale à celle des seules immobilisations non amortissables : terrains, fonds de commerce et titres de participation. Le caractère hétérogène et peu significatif des bilans des entreprises françaises ne s'en trouvera pas amélioré, d'autant plus que l'opération n'est obligatoire que pour une minorité d'entre elles, à savoir les sociétés cotées en bourse, les sociétés dans lesquelles une société cotée détient une participation entrant dans le champ de l'établissement de comptes consolidés, ainsi que les autres sociétés commerciales faisant publiquement appel à l'épargne.

La Commission qui, de par sa mission, s'attache à favoriser les mesures accroissant le caractère significatif des comptes des sociétés françaises, cherchera principalement, dans le cadre de l'entrée en vigueur de cette mesure, à obtenir une certaine harmonisation des méthodes d'évaluation et à faire fournir aux actionnaires et au public par les sociétés concernées des éléments d'information sur ces méthodes ainsi que sur le champ d'application de la réévaluation et sur les conséquences financières et fiscales de cette opération.

LES METHODES D'EVALUATION DES APPORTS EN NATURE

A l'occasion de l'examen de nombreuses plaintes et d'analyses menées sur un certain nombre de dossiers de fusions ou apports partiels, dont il est traité dans d'autres parties du présent rapport (1), les services de la Commission ont été amenés à examiner de façon approfondie les méthodes d'après lesquelles sont conduites en pratique les évaluations de biens isolés et surtout de titres de sociétés.

(1) Voir p. 25 (problèmes d'information) et p. 43 (plaintes instruites).

Les problèmes soulevés sont complexes ; les analyses d'ordre comptable y sont étroitement associées aux aspects économiques, financiers, juridiques et fiscaux de ce type d'opérations, dont au surplus la réglementation est appelée à être modifiée par l'introduction d'ici quelques années dans les législations nationales des dispositions d'une future directive des communautés européennes.

Sur le plan proprement comptable la principale constatation effectuée porte sur les dangers que présente souvent l'attitude consistant à vouloir régler par un même et unique raisonnement la valorisation des biens apportés dans le traité d'apport d'une part et la détermination d'une rémunération équitable d'autre part. Cette attitude est entièrement fondée lorsqu'il s'agit d'apports faits à une société au moment même de sa constitution, et c'est dans ce contexte que la législation des sociétés commerciales a prévu l'intervention d'une procédure de vérification. Mais ce qui est cohérent chez une société naissante, où la monnaie de paiement des apports (c'est-à-dire l'action de cette société) a une valeur certaine égale à son prix d'émission, ne l'est plus dans une société en cours d'existence, où la valeur comptable d'une action d'après le bilan ne représente pratiquement jamais sa valeur réelle. Déjà formulée dans le rapport annuel de 1975 quant aux aspects juridiques de la distinction nécessaire (p. 54), cette constatation a été approfondie dans le domaine comptable à la fois par l'analyse de dossiers soumis à la Commission et par diverses études et consultations. Il a pu être constaté que les difficultés soulevées par des projets de fusions ou d'apports étaient grandement réduites en distinguant les deux démarches : d'une part déterminer les valeurs à attribuer dans le traité aux biens transmis, conformément aux principes comptables ; d'autre part rechercher la parité la plus équitable possible en retenant à cet effet non seulement les données comptables mais aussi tous éléments extra comptables tels que les valeurs actualisées de dettes futures, les contrats de crédit-bail, les données consolidées, etc., sans oublier les comparaisons de dividendes ou de capita- tions boursières.

Des études ont été menées également sur d'autres points, en vue de contribuer à l'amélioration de la pratique de ce type d'opérations. Dans certains cas, les améliorations sont liées à des adaptations de règles juridiques ou parfois fiscales en vigueur et ne peuvent donc encore intervenir. Dans les domaines où des progrès sont possibles dans le cadre des lois et règlements actuels, la Commission se propose de formuler dans le courant de 1977 des recommandations qui remplaceront celles de décembre 1972.

II. — LE COMMISSARIAT AUX COMPTES

La profession, tout au moins la partie de celle-ci qui exerce ses fonctions dans les sociétés faisant publiquement appel à l'épargne, continue à manifester une très grande hétérogénéité. Une fraction notable de professionnels accomplit des diligences très approfondies selon les normes internationales de revision

comptable. A l'opposé une autre fraction, heureusement décroissante, en est restée aux pratiques traditionnelles réduisant la fonction censoriale à une formalité légale sans grande efficacité. Entre ces deux minorités, la masse des professionnels progresse de façon certaine mais avec lenteur, parfois parce qu'elle n'a pas su se donner les moyens de vérifications plus approfondies, surtout parce que les commissaires se heurtent trop souvent à l'incompréhension de certains dirigeants de sociétés qui méconnaissent l'utilité de la fonction de contrôle externe et s'efforcent d'en restreindre l'exercice.

LE CONTROLE DE LA COMMISSION

Dans son précédent rapport annuel, la commission avait annoncé qu'un texte devant réformer et compléter le décret du 12 août 1969 relatif à la profession des commissaires aux comptes lui assignerait de nouvelles responsabilités. Ces dispositions ont fait l'objet du décret n° 76-1141 en date du 7 décembre 1976 qui est analysé plus loin.

En prévision de la publication de ce texte, et dans le cadre habituel de ses rapports avec la profession, la commission a accru le nombre de ses contrôles et a procédé en 1976 à l'examen des dossiers de soixante-cinq commissaires contre cinquante et un en 1975 et vingt-six en 1974.

Les services de la commission ont constaté que les dossiers pèchent souvent par l'insuffisance des notes de travail et qu'ils ne comportent pas toujours les indications permettant le contrôle des diligences accomplies. La Commission renouvelle le souhait que les commissaires s'inspirent des recommandations données par leurs instances professionnelles en la matière.

Au cours de leurs enquêtes, les agents de la Commission ont constaté en particulier que la plupart des commissaires ne paraissent pas disposés à recourir à la méthode de la demande de confirmation des soldes adressée aux tiers ayant des comptes ouverts dans les livres de la société.

Il est vrai que cette technique, introduite en France depuis peu d'années, se heurte encore à des réticences de la part des tiers en rapport d'affaires avec les sociétés concernées ; de plus, elle est souvent mal comprise des dirigeants de ces dernières elles-mêmes. Elle n'en constitue pas moins dans bien des cas la seule procédure susceptible de donner une assurance aux réviseurs. Les commissaires pourront, en pratiquant ces demandes de confirmation de soldes, faire état des recommandations données dans ce sens par leurs instances professionnelles et par la Commission, ainsi que de son utilisation courante dans un certain nombre de grands pays.

Comme chaque année, la Commission est intervenue à l'occasion de la nomination ou du renouvellement de commissaires aux

comptes qui, en raison de l'insuffisance des moyens dont ils disposent, ne lui paraissent pas pouvoir remplir un mandat dans une société faisant publiquement appel à l'épargne.

Quand des situations semblables se présentent, la Commission fait part aux intéressés et aux sociétés des conséquences qui peuvent en découler pour ce qui la concerne : s'il lui apparaissait que ces commissaires n'accomplissent pas des diligences suffisantes et conformes aux recommandations de leur profession, elle se verrait dans l'obligation, dans le cas où la société ferait un appel public à l'épargne, de subordonner son visa de la note d'information qui devrait être publiée en application des dispositions de l'article 6 de l'ordonnance du 28 septembre 1967, à une révision et à une certification des comptes par un cabinet spécialisé et indépendant des commissaires aux comptes.

En 1976, la Commission est intervenue au sujet de vingt-sept commissaires aux comptes dont des mandats arrivaient à expiration. Sur les trente-deux mandats en cause, vingt-sept n'ont pas été renouvelés, et dans les autres cas les sociétés se sont montrées soucieuses d'améliorer rapidement l'exercice du commissariat aux comptes.

L'ACTION DISCIPLINAIRE

L'expérience de la Commission paraît démontrer que les commissaires aux comptes sont en pratique à l'abri de toute sanction disciplinaire en dehors des cas d'action judiciaire concernant les sociétés contrôlées : la plus grave négligence d'un commissaire est regardée avec indulgence aussi longtemps que les sociétés qu'il contrôle ne connaissent pas de difficultés financières et ne font pas l'objet d'une enquête sur les comptes des exercices passés.

La commission considère cette situation comme très regrettable et peu compatible avec la nature juridique de l'obligation du commissaire aux comptes qui est une obligation de moyens. Elle avait fait connaître sa position sur ce sujet au garde des sceaux en 1972 après la décision du parquet de ne pas transmettre à la chambre de discipline le cas d'un commissaire aux comptes dont une enquête avait fait apparaître les carences. Le procureur général avait estimé que la demande de sanctions présentée par la Commission constituait à elle seule une menace suffisante pour convaincre l'intéressé d'améliorer ses diligences dans l'avenir.

La Commission ayant pu constater en septembre 1975 et en octobre 1976, à la suite de nouvelles enquêtes menées auprès de ce commissaire, qu'il n'y avait aucune amélioration dans la qualité de ses diligences, a saisi à nouveau le procureur général compétent aux fins d'exercice de l'action disciplinaire. La suite qui sera donnée à cette affaire sera significative quant à la portée réelle des dispositions disciplinaires prévues par la législation.

LA REFORME DU COMMISSARIAT AUX COMPTES

Le décret n° 76-1141 du 7 décembre 1976 a réformé certaines dispositions du décret n° 69-810 du 12 août 1969 relatif à la profession de commissaire aux comptes ; par ailleurs un projet de loi tendant à améliorer le fonctionnement des sociétés commerciales, à protéger les actionnaires et à défendre l'épargne, et qui vise en certains de ses articles le commissariat aux comptes, est actuellement soumis au Parlement.

Le décret du 7 décembre 1976.

Le décret du 7 décembre 1976 renforce les conditions d'inscription sur la liste des commissaires aux comptes.

En effet, tout en ramenant la durée du stage de trois à deux ans, il réserve désormais l'inscription à l'examen d'aptitude aux fonctions de commissaire aux comptes aux titulaires de l'un des diplômes dont la liste doit être arrêtée par les pouvoirs publics et aux anciens élèves diplômés de l'un des établissements ou de l'une des écoles dont la liste sera établie dans les mêmes conditions.

Ne sont dispensés du stage et de l'examen d'aptitude que les titulaires d'un diplôme d'expertise comptable. Une expérience de quinze ans au minimum des questions financières, comptables et juridiques permet de se présenter à l'examen d'aptitude.

Ni une telle expérience, ni la possession du certificat supérieur de revision comptable ne suffiront désormais pour obtenir l'inscription sur la liste des commissaires.

Toutefois, des dispositions temporaires visent à assurer une transition entre le régime ancien et le régime nouveau.

L'ancien texte prévoyait des conditions d'inscription dérogatoires au bénéfice de certains étrangers : il limitait ces conditions à l'acquisition soit d'un diplôme, soit d'une expérience professionnelle jugés équivalents aux diplômes ou à l'expérience professionnelle exigés des Français. La nouvelle rédaction de l'article 5 impose le cumul d'un diplôme étranger équivalent au diplôme requis des Français et d'une pratique professionnelle, d'une durée de deux ans, le nouveau texte spécifiant en outre que cette pratique doit impliquer la connaissance de la législation française relative au contrôle des comptes.

Le décret du 7 décembre 1976 traite du cas où la Commission formulerait des réserves sur la candidature d'un commissaire aux comptes. Si les dirigeants de la société entendent passer outre, la Commission exprime un avis que les dirigeants doivent communiquer aux actionnaires de la société préalablement à la tenue de l'assemblée générale appelée à se prononcer sur cette désignation.

Pour que la Commission soit en mesure d'examiner les candidatures, il est indispensable qu'elle soit dûment informée dans les conditions fixées par l'article 64 du décret du 12 août 1969, c'est-à-dire par le candidat ou la société au moins quinze jours avant la publication au B.A.L.O. du projet de la résolution relative à la nomination.

La Commission considère que le défaut d'observation de cette disposition rendrait irrégulière la désignation du commissaire et pourrait entraîner la nullité des délibérations des assemblées générales ultérieures conformément aux dispositions de l'article 222 de la loi du 24 juillet 1966.

Le nouveau texte supprime l'obligation, restée lettre morte, du registre des diligences, mais accroît, en contrepartie, l'importance du dossier de travail et des documents qu'il doit contenir. D'une part, ceux-ci doivent maintenant être tenus à la disposition du procureur général près la cour d'appel, outre les organismes énumérés suivant l'ancienne rédaction de l'article 66, d'autre part, lesdits organismes et le procureur général près la cour d'appel « peuvent requérir du commissaire aux comptes les explications et les justifications qu'ils estiment nécessaires concernant ces pièces et les opérations qui doivent y être mentionnées ».

Le décret du 7 décembre 1976 énonce le principe général de l'incompatibilité de la profession avec toute activité ou tout acte de nature à porter atteinte à l'indépendance du commissaire. Il en tire la conséquence immédiate que l'exercice de la profession est incompatible avec tout emploi salarié sauf cas limitativement énumérés et avec toute activité commerciale. Des dispositions transitoires en faveur des personnes visées par ces incompatibilités sont prévues.

L'obligation faite au commissaire d'établir une comptabilité spéciale de l'ensemble des rémunérations qu'il perçoit de la part des sociétés permettra de contrôler effectivement le respect de ces règles d'incompatibilité.

L'article 16 du décret du 7 décembre 1976 prévoit aussi la possibilité pour une société de confier à ses commissaires aux comptes, à la demande d'une autorité publique, des missions temporaires, d'objet limité et entrant dans le cadre de leurs fonctions.

La Commission sera probablement amenée à faire application de ce texte en différentes occasions, notamment à l'occasion d'apports partiels d'actif effectués sans que les dispositions de l'article 387 de la loi du 24 juillet 1966, qui permettent de soumettre ces opérations au contrôle des commissaires aux comptes, aient été appliquées.

L'ancienne rédaction du décret du 12 août 1969 disposait que tout commissaire aux comptes faisant l'objet d'une poursuite pénale pouvait se voir interdire temporairement l'exercice de ses fonctions; l'interdiction ne pouvait qu'être totale. Le nouveau texte donne la faculté d'appliquer l'interdiction à la totalité ou à une partie seulement des sociétés contrôlées.

Le projet de modification de la loi sur les sociétés.

Ce projet de loi tend à autoriser la constitution de sociétés de commissaires aux comptes, sous quelque forme que ce soit, et à ouvrir le droit de s'inscrire sur la liste des commissaires aux comptes aux sociétés d'expertise comptable, quelles que soient leur forme juridique et la date de leur inscription au tableau de l'Ordre.

L'article 220-4° de la loi de 1966 a créé une incompatibilité entre la fonction de commissaire aux comptes d'une société anonyme et les personnes (et leurs conjoints) qui reçoivent un salaire ou une rémunération susceptible de mettre en cause leur indépendance. Le projet de loi étend cette incompatibilité aux cas où la perception de ces avantages s'effectuerait « indirectement ou par personne interposée ».

Ce projet prévoit également l'interdiction aux administrateurs, directeurs généraux, membres du directoire ou salariés d'une société d'exercer les fonctions de commissaire aux comptes de cette société ou de sociétés apparentées pendant les cinq années qui suivent la cessation de leurs fonctions.

Les sociétés faisant appel publiquement à l'épargne et les sociétés par actions dont le capital excède cinq millions de francs pourraient ne désigner qu'un seul commissaire aux comptes au lieu de deux actuellement.

Enfin les honoraires des commissaires seraient fixés selon des modalités déterminées par voie réglementaire, les chambres régionales de discipline étant compétentes en cas de litige.

Les perspectives du commissariat aux comptes.

Ces réformes réalisées ou en projet ne sauraient en fait avoir d'effet réel que dans la mesure où toutes les personnes concernées en comprendront le sens et en faciliteront l'application.

Or la Commission constate encore fréquemment que des dirigeants de sociétés cotées continuent de considérer la rémunération des commissaires aux comptes comme une charge sans contrepartie. Certains arguent d'un développement des contrôles assumés par des agents de l'entreprise pour limiter le rôle des contrôleurs extérieurs.

Il est certain que l'efficacité d'un service de contrôle interne constitue un élément très positif dont les contrôleurs indépendants tiendront toujours compte pour établir leur propre programme de travail. Toutefois, il ne faut pas perdre de vue que la vérification des procédures comptables et des informations que celles-ci fournissent ne sont que l'un des aspects de la fonction des contrôleurs internes qui n'y consacrent qu'une part de leur activité, alors que c'est l'objet presque exclusif de la fonction des commissaires. Surtout des différences essentielles séparent les finalités de leurs tâches respectives ainsi que les conditions d'indépendance et de responsabilité dans lesquelles elles s'exercent.

Ainsi peut-on dire que, si, à la limite, l'absence totale ou l'incompétence du contrôle interne pourrait être de nature à entraîner un refus de certification du commissaire, par contre le bon fonctionnement d'un tel service ne dispensera jamais un commissaire de se forger une certitude personnelle de la régularité et de la sincérité des comptes.

Il en va de même des contrôles externes exercés chez les sociétés relevant de certains secteurs (banques et assurances en particulier) en application de réglementations nationales destinées notamment à garantir les intérêts de certaines catégories de personnes : déposants des banques, souscripteurs de contrats d'assurance. De tels contrôles n'ayant ni la même finalité ni les mêmes conditions d'exercice (périodicité et champs d'application) ne sauraient suppléer le commissariat aux comptes.

Des attitudes négatives de la part de dirigeants de sociétés à l'égard du commissariat aux comptes ont été observées en particulier à l'occasion de l'instruction de certains dossiers d'introduction en bourse de sociétés non encore cotées.

Cet état d'esprit est révélateur d'une méconnaissance des justifications de cette institution : d'une part la présence auprès d'une entreprise de vérificateurs indépendants est précieuse pour ses dirigeants ; d'autre part il ne devrait plus être nécessaire de rappeler que l'accès à l'épargne publique implique l'intervention de contrôleurs chargés de protéger les intérêts de l'ensemble des actionnaires.

III. — LES INTERVENTIONS AUPRES DES SOCIÉTÉS DANS LE DOMAINE COMPTABLE

Comme dans les années passées, la Commission est intervenue auprès de diverses sociétés pour les mettre en garde contre certains errements comptables ayant, le plus souvent, pour but d'améliorer de façon trompeuse pour les actionnaires les résultats de l'exercice.

La Commission a pu constater que la pratique des changements intempestifs de méthodes comptables, généralement dans le but de montrer une évolution plus favorable des résultats, avait tendance à se répandre, faussant gravement les comparaisons d'un exercice à l'autre, d'autant plus que les dispositions de l'article 341 de la loi du 24 juillet 1966 ne sont presque jamais intégralement respectées.

Or cet article, qui stipule qu'en cas de proposition de modification des formes de présentation des comptes et des méthodes d'évaluation l'assemblée se prononce sur les modifications proposées au vu des comptes présentés selon les méthodes anciennes et nouvelles et d'un rapport des commissaires, est loin d'être une simple formalité. L'exigence de sincérité des comptes, formulée par le législateur, implique en effet que lorsque plusieurs modes de présentation ou d'évaluation sont licites, les dirigeants d'une société doivent nécessairement choisir celui qui

permet aux comptes sociaux de représenter le plus fidèlement possible la situation et les résultats de celle-ci ; un changement de méthode ne peut se justifier que par des modifications intervenues dans les conditions d'activité, le mode d'utilisation des biens, les relations avec les tiers, voire même l'abandon d'erreurs passées, telles que la méthode suivie précédemment soit désormais considérée comme moins propre qu'une autre méthode, également licite, à représenter correctement la situation et le résultat. C'est à cette condition qu'un changement de méthode est conforme à l'exigence de sincérité des comptes, et les actionnaires doivent être mis en mesure de s'en assurer grâce aux justifications contenues dans les rapports qui leur sont présentés.

De trop nombreux exemples montrent malheureusement que cette règle est souvent enfreinte dans son esprit comme dans sa lettre.

L'exemple le plus caractéristique est celui de la Compagnie des forges de Châtillon-Commentry-Biache ; quatre modifications, essentielles à la détermination des résultats, étaient apportées aux modes d'établissement des comptes en 1975, sans présentation de justification et sans indication chiffrée des incidences :

La dotation d'amortissement des immobilisations, jusque là calculée selon le système dégressif, était limitée pour 1975 à un montant inférieur à l'annuité linéaire mais juste suffisant pour compléter les chiffres cumulés des amortissements antérieurs jusqu'aux montants correspondant à l'application du système linéaire. Ce procédé, d'ailleurs conforme à la loi fiscale, ramenait l'annuité d'amortissement qui avait été de 73 millions de francs en 1974 selon le système dégressif, au chiffre de 14 millions.

Néanmoins la société, adoptant une méthode contradictoire avec ce qui précède, incluait dans le prix de revient des produits fabriqués une quote-part d'amortissement calculée sur la base de l'annuité linéaire, ce qui entraînait une majoration des stocks de fin d'année à concurrence des amortissements non passés en charge.

Le solde positif des opérations sur le portefeuille-titres, habituellement compensé par une dotation d'égal montant à la provision pour fluctuation du portefeuille, est venu exceptionnellement grossir les résultats en 1976 de 5,2 millions de francs.

Enfin, une reprise de 18,8 millions de francs sur la provision pour hausse des prix, avant l'expiration du délai normal de six ans, a été portée au crédit du compte de pertes et profits.

De cette façon, le compte de pertes et profits a été soldé sans bénéfice ni perte alors même que le rapport du conseil reconnaissait « les résultats très défavorables de l'exercice », confirmant ainsi sans ambiguïté que les comptes ne donnaient pas une image fidèle du résultat de l'exercice.

Les commissaires aux comptes ont cru néanmoins pouvoir certifier la régularité et la sincérité des comptes en se bornant à signaler sommairement dans leur rapport les quatre points susvisés.

La Commission a demandé que le conseil d'administration de la société précise, dans la présentation des comptes à l'assemblée générale des actionnaires, les incidences de ces différents errements comptables et, notamment, qu'il présente le compte de pertes et profits sous deux formes : tel qu'il avait été arrêté par le conseil et tel qu'il aurait été établi si la comptabilisation du solde des opérations sur titres n'avait pas été modifiée et si aucune reprise n'avait été opérée sur les provisions pour hausse de prix.

Un autre cas de changements de méthodes a été relevé chez la Société Avenir-Publicité. Le rapport des commissaires aux comptes pour l'exercice 1975 adressé au conseil d'administration de cette société conformément à l'article 230 de la loi du 24 juillet 1966, remarquait que, depuis 1973, la société avait modifié tous les ans ses méthodes d'amortissement des équipements. Or les comptes rendus des assemblées générales ordinaires pour les exercices 1973 et 1974 ne comportent aucune mention des incidences de ces changements sur les comptes de la société. Observation en a été faite à la société.

La Commission est intervenue auprès de plusieurs sociétés qui avaient pratiqué des prélèvements sur un poste de la situation nette, généralement une prime de fusion ou d'apport, pour compenser l'effet sur les résultats des dépréciations constatées sur des titres en portefeuille. Elle a demandé que soit publié un tableau de variation de la situation nette faisant apparaître le résultat de ce prélèvement.

D'autre part, des enquêtes ont été entreprises en 1976 sur les comptes des Etablissements Roffo et des Etablissements Horstmann, sociétés en liquidation judiciaire, ainsi que la Société française des téléphones Ericsson dont la situation provisoire au 30 juin 1976 a fait apparaître une perte de 50 millions de francs alors que quelques mois auparavant, la publication des comptes de l'exercice 1975 avait fait apparaître un bénéfice de 20,5 millions.

Enfin, la Commission a publié le 28 mai 1976 les résultats de l'enquête menée sur la Société Voyer. Cette enquête avait permis de déceler de graves irrégularités comptables (1), en particulier dans les comptes des exercices 1972 et 1973, et des manipulations irrégulières de fonds pour la période de 1971 à 1974. En raison de la gravité des faits constatés, la Commission a décidé d'en saisir le Procureur de la République et de lui soumettre le cas des commissaires aux comptes. Les comptes consolidés de l'exercice 1972 avaient été certifiés sans réserves par le cabinet Price Waterhouse dans le cadre de la revision comptable

(1) Voir première partie, chapitre B, p. 37 et 38.

exigée par la Commission pour l'admission en bourse des sociétés nouvelles. La Commission a donc décidé qu'elle n'accepterait plus les rapports de ce cabinet tant qu'elle n'aurait pas pu constater qu'il avait pris des mesures suffisantes pour éviter que de telles situations ne se reproduisent. Après avoir vérifié que ces conditions étaient remplies, la Commission a fait connaître, dans son bulletin n° 87 de novembre 1976, que la signature du cabinet Price Waterhouse serait à nouveau acceptée pour les rapports de revision présentés à la Commission.

DEUXIEME PARTIE

**LE MARCHE
DES VALEURS MOBILIERES
ET
LA PROTECTION DES EPARGNANTS**

A. — LA DIFFUSION DES VALEURS MOBILIERES ET DES PARTS DE SOCIETES CIVILES DE PLACEMENTS IMMOBILIERS

I. — LA REGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIERES

LA REFORME DU MARCHÉ ET DES COURTAGES

S'il n'a été procédé à aucune modification de textes en 1976, des études ont néanmoins été menées en vue de réformes dont certaines devraient voir le jour en 1977.

La réforme la plus importante, dont la mise à l'étude a été décidée au début de l'année 1976 par la Chambre syndicale des agents de change, touche aux mécanismes de négociation et aux techniques de cotation. L'objectif poursuivi est la création d'un marché unique, ouvert et continu dont toutes les données seraient instantanément mises à la disposition des investisseurs grâce aux techniques de l'informatique. La première tâche que s'est assignée la Chambre syndicale est la suppression de la dualité des marchés au comptant et à terme. Cette mesure, qui doit être un facteur de simplicité et de clarté pour les opérateurs, est un préalable, que la Commission Baumgartner avait noté dès 1971, à la modernisation du marché telle qu'elle est envisagée.

L'action ainsi entreprise va dans la voie que la Commission a déjà eu l'occasion de préconiser publiquement et qui doit conduire à une organisation nouvelle d'un marché des valeurs mobilières mieux adapté aux besoins de notre époque, plus ouvert sur l'extérieur, plus accessible aux investisseurs nationaux et internationaux mais conservant les qualités qui lui permettent de répondre aux besoins des actionnaires individuels. Elle ne peut donc que recueillir son approbation.

La Commission se félicite, d'autre part, que l'initiative de la réforme vienne de la Compagnie des agents de change qui est la mieux à même de provoquer les nécessaires mutations en raison du rôle permanent qu'elle exerce pour maintenir le bon fonctionnement du marché, de son expérience et de ses responsabilités financières.

Dans le monde boursier attaché à des mécanismes bien rodés qui lui sont familiers, il importe d'introduire avec précaution des changements et d'en examiner avec soin les implications juridiques et fiscales. Au surplus, s'agissant de domaines techniques, il est indispensable de procéder à des consultations approfondies afin que soient prises en considération les préoccupations des diverses catégories d'opérateurs et des spécialistes de la bourse. C'est la méthode utilisée par la Chambre syndicale qui travaille en étroite coopération avec les banques et les investisseurs institutionnels.

La Commission, en ce qui la concerne, suit attentivement chacune des étapes de la réforme. Il lui appartiendra, avant qu'interviennent les modifications au règlement général de la Compagnie des agents de change, de donner son avis au ministre de l'économie et des finances. Elle veillera notamment, à cette occasion, à ce que soient préservées les conditions facilitant l'accès du marché aux petits épargnants.

Une des idées fondamentales qui préside à la réforme est que le marché continu, mis en place dans l'étape finale, sera générateur de nouvelles transactions car la transmission aux usagers de la bourse, en temps réel, de l'état du marché et des opérations réalisables suscitera des ordres et constituera un appel de contrepartie instantanée et spontanée. L'avantage attendu ne doit cependant pas conduire à renoncer à envisager l'élargissement des possibilités d'action des intermédiaires sur le marché pour leur propre compte car, quelles que soient les méthodes réalisables de négociation, des mécanismes de régulation seront vraisemblablement utiles pour parfaire la liquidité des marchés étroits. Toutefois, l'extension de la contrepartie aux opérations effectuées pendant les séances de bourse est liée à la libéralisation des conditions d'intervention des sociétés sur le marché de leurs propres actions qui doit résulter d'une loi dont le Parlement n'a pas encore terminé l'examen (projet n° 143 déposé sur le bureau du Sénat le 22 avril 1974).

L'urgence de revoir les tarifs de courtage s'est accentuée en raison de la baisse très sensible de la rentabilité des charges d'agents de change consécutive à la persistance de l'atonie du marché. Au souci de simplifier les barèmes, en procédant notamment à une unification des taux, applicables indistinctement aux marchés du comptant et à terme et à l'ensemble des Bourses de Paris et de province — mesure que la réforme projetée de la bourse rend d'ailleurs encore plus légitime —, s'ajoute la nécessité de remédier à la détérioration de la situation financière des charges dont près de la moitié ont connu un exercice déficitaire en 1976. Si la conjoncture justifie une restructuration de la Compagnie, il ne paraît pas moins indispensable qu'une modification des tarifs dans le sens d'une plus grande rationalisation s'accompagne d'un réajustement de nature à améliorer la rémunération des intermédiaires afin qu'ils puissent continuer à rendre à la clientèle s'intéressant aux valeurs mobilières les services qu'elle est en droit d'attendre.

LA SIMPLIFICATION DU TRAITEMENT DES VALEURS MOBILIERES

D'importants développements ont été consacrés dans le précédent rapport de la Commission aux travaux qui ont été menés par le groupe d'étude présidé par M. Trocmé en vue de rechercher les mesures propres à simplifier et à alléger le traitement de certaines opérations sur valeurs mobilières et qui ont abouti à plusieurs propositions de réformes que la Commission, après

les avoir approuvées, a transmises au ministre de l'économie et des finances le 4 juillet 1975 (cf. rapport pour l'année 1975, p. 71 à 77).

Ces travaux se sont poursuivis dans le domaine des titres nominatifs. Ils ont permis d'apporter des améliorations d'ordre pratique, en particulier au traitement des titres gérés par la direction de la comptabilité publique (lieux de dépôt des dossiers, utilisation de formulaires et d'imprimés).

D'autre part, une refonte du décret du 7 décembre 1955 est en cours. Une nouvelle rédaction, instituant un régime commun aux titres nominatifs des sociétés privées et à ceux émis par l'Etat, sera incessamment remise au ministre de l'économie et des finances.

Les autres réformes proposées n'ont pas encore été mises en œuvre. Les dispositions qui sont destinées à remplacer le décret du 11 janvier 1956 relatif à la procédure à suivre en cas de dépossession de titres au porteur et qui s'appliqueraient à toutes les valeurs mobilières, y compris celles émises par l'Etat, ont été soumises au Conseil d'Etat en novembre 1976. Après leur examen, il est nécessaire de revoir la forme sous laquelle le régime des oppositions sur titres devra être amendé.

En ce qui concerne la proposition en vue de rendre possible l'admission à la Sicovam d'obligations amortissables par tirages au sort de numéros, c'est-à-dire de leur donner un caractère fongible, un texte modifiant le décret du 4 août 1949 a été transmis au Conseil d'Etat au début de l'année 1977. Les adhérents de la Sicovam fondent de grands espoirs sur le système préconisé qui est de nature à réduire considérablement les travaux et les frais inhérents à la conservation et à la négociation de tels titres. Son adoption rapide est opportune car la Sicovam est portée à différer toute décision importante touchant la gestion des obligations tant qu'elle n'est pas fixée sur les chances du projet de voir le jour. Si le système avait pu être mis en application plus rapidement, peut-être même aurait-il été possible d'éviter que les établissements dépositaires soient contraints en 1977 de reprendre en charge matériellement les emprunts obligataires émis en 1971 et remboursables par tirages au sort de numéros, emprunts qui avaient été admis provisoirement en Sicovam pour la durée de leur différé d'amortissement de cinq ans.

Quant au projet de loi visant à accélérer les conditions d'achèvement des nombreuses opérations qui impliquent des échanges, des distributions ou attributions de titres, aucune suite ne lui a encore été donnée.

La Commission considère que les réformes qu'elle a proposées aux pouvoirs publics constituent une œuvre positive et cohérente qui, d'une part, répond à la nécessité de rajeunir les textes, d'autre part, contient des solutions intéressantes à des problèmes techniques. La Communauté financière en attend légitimement des progrès dans le traitement des opérations sur valeurs mobilières qui amélioreront le fonctionnement du marché et bénéficieront à l'ensemble des porteurs. Aussi la Commission souhaite-t-elle vivement que ces propositions soient suivies d'effet aussi rapidement que possible.

LES PROCEDURES D'INTRODUCTION EN BOURSE

La Commission a poursuivi ses travaux en vue d'améliorer les méthodes d'examen des demandes d'admission des sociétés nouvelles à la cote officielle et, sur un plan plus général, de remédier aux problèmes posés par la procédure appliquée actuellement pour les introductions en bourse. Ces travaux étant en partie liés à ceux du groupe de travail sur les bourses de province dont il est fait état ci-après, n'ont pas encore abouti à l'établissement de nouveaux textes, ceux-ci devant être mis au point au cours du premier semestre 1977.

Elle a cependant, à la demande d'une société, accepté que soit expérimentée une nouvelle procédure d'introduction en bourse par préplacement des titres dont une partie était déjà diffusée dans le public : il s'agit de la Société Electro Banque, filiale à 90 p. 100 du groupe C. G. E., dont 7 p. 100 des titres étaient détenus par le public, et qui était inscrite sur le relevé quotidien des valeurs non admises à la cote officielle.

Compte tenu du nombre d'actions déjà diffusé dans le public, et pour rendre plus aisé le passage du hors cote à la cote officielle, la banque introductrice a proposé, à cette occasion, la mise en place d'une procédure de placement préalable à l'inscription à la cote officielle. Ce placement devait porter sur un nombre de titres représentant 18 p. 100 du capital de sorte que les actions diffusées dans le public atteignent le pourcentage de 25 p. 100 du capital au-dessous duquel la Commission n'accepte pas, en principe, d'admission à la cote officielle.

Le classement des titres s'est effectué selon la procédure suivante : le jour de la décision de la Commission, le cours équivalant au prix de cession fixé est inscrit sur le relevé quotidien du marché hors cote et la cotation suspendue pendant toute la période du placement. Pour permettre celui-ci il est constitué un syndicat de placement ouvert non seulement aux banques mais également aux agents de change (par l'intermédiaire de la Chambre syndicale), chaque membre étant chargé de placer le contingent de titres qui lui est alloué.

Une fois le placement effectué, chaque épargnant intéressé a reçu le nombre de titres sollicités (éventuellement réduit par l'intermédiaire membre du syndicat de placement en fonction des demandes reçues par lui et de son contingentement) au prix d'offre précédemment coté sur le marché hors cote. Puis la cotation a été reprise sur le marché hors cote préalablement à l'inscription à la cote officielle.

La Commission suit les résultats de cette expérience qu'elle estime intéressante dans son principe. Elle considère en effet utile la mise en place de nouvelles procédures ouvrant des moyens d'accès à la bourse adaptés aux différents cas d'espèce. Encore faut-il que ces procédures permettent une diffusion satisfaisante des titres offerts. Dans le cas cité, la Commission examinera notamment si la procédure décrite ci-dessus a répondu à cet objectif dans son application.

LA COTATION DE CERTAINES CATEGORIES DE VALEURS

La Commission a examiné les problèmes qui se posent à l'occasion de la cotation de certaines catégories de valeurs.

Ainsi pour les emprunts obligataires, elle a constaté que ceux-ci ne faisaient l'objet de cotation que plusieurs mois après leur émission. Aussi a-t-elle souhaité que leur admission à la cote officielle intervienne dans le plus court délai après la clôture de l'émission. Dans cette optique, il a été demandé aux émetteurs de déposer le plus rapidement possible le dossier habituel de demande de cotation à la Chambre syndicale de la Compagnie des agents de change et d'avertir cet organisme de la clôture de l'émission dès que cette dernière a eu lieu. La mise en place de ces procédures accélérées a permis de ramener le délai s'écoulant entre l'émission et la cotation à 15 jours environ pour les émissions des secteurs publics et semi-publics et à 1 mois environ pour les autres émetteurs, contre environ 2 mois et demi précédemment pour tous les emprunts.

De même en ce qui concerne la cotation des actions à provenir d'une offre publique d'échange, la Commission a eu à examiner les raisons pour lesquelles il s'écoule parfois de très longs délais entre la clôture de l'offre publique et la cotation des titres nouvellement émis, délais qui peuvent être particulièrement préjudiciables aux porteurs en cas de baisse des cours. Certes, plusieurs formalités sont nécessaires pour que les titres soient négociables : réunion de l'assemblée générale extraordinaire appelée à décider l'augmentation de capital et à approuver les apports, inscription au registre du commerce des modifications statutaires, décision de la Commission prise après avis de la Chambre syndicale. D'ores et déjà, à l'occasion de l'établissement des notes d'information, l'attention des sociétés émettrices est appelée sur la nécessité de faire diligence pour ne pas allonger encore les délais incompressibles. Certaines mesures peuvent encore améliorer la situation actuelle. Elles sont étudiées en liaison avec la Chambre syndicale. Une des solutions qui accélérerait notablement la procédure et dont l'examen mérite d'être approfondi serait de faire paraître l'avis de convocation de l'assemblée générale extraordinaire sans attendre le résultat de l'O. P. E.

II — LA STRUCTURE DE LA COTE

LA VIE DE LA COTE OFFICIELLE

Au cours de l'année 1976, les *admissions* de valeurs nouvelles ont été à peu près du même ordre que celles de l'année précédente, alors que les admissions de valeurs dites « assimilables » (1) sont en diminution par rapport à 1975, bien qu'intéressant un plus grand nombre d'émetteurs. Par ailleurs l'examen périodique des valeurs inscrites à la cote officielle a entraîné des décisions de radiations ou de transferts de quelques valeurs à revenu fixe (cf. annexe XI).

Comme en 1975, les admissions de valeurs françaises nouvelles à revenu variable ont concerné onze sociétés. Pour les valeurs à revenu fixe, les admissions ont porté sur 17 nouveaux émetteurs contre 15 en 1975. Par contre les admissions de valeurs étrangères ont été moins nombreuses puisque deux décisions seulement ont été prises contre trois en 1975.

Pour les valeurs dites « assimilables » les décisions d'admissions relatives aux valeurs à revenu fixe ont été du même ordre qu'en 1975 (113 contre 111). Par contre pour les valeurs à revenu variable, la très forte baisse (de 25 p. 100 enregistrée en 1975) s'est poursuivie quoique dans une moindre mesure (179 contre 194 soit une baisse de 8 p. 100). Seules les émissions en numéraire ont échappé à cette baisse pour retrouver le niveau de 1974. Toutefois si au total ces opérations sont moins nombreuses qu'en 1975 (292 contre 305), elles concernent un plus grand nombre de sociétés (276 contre 247).

Cette année l'examen systématique des valeurs figurant à la cote officielle en vue de la *radiation* de celles ayant un marché insuffisant a porté plus particulièrement sur les obligations françaises et de la zone franc et sur l'ensemble des valeurs étrangères.

Pour l'examen des valeurs à revenu fixe la Commission a appliqué les mêmes critères que ceux retenus en 1973, c'est-à-dire le montant nominal des emprunts restant en circulation, et la moyenne quotidienne des transactions au cours de l'année précédente. Cet examen a entraîné la radiation de la cote officielle de 26 emprunts.

Pour les valeurs étrangères, le critère retenu est le même que celui appliqué en 1975 pour les valeurs françaises à revenu variable en ce qui concerne le volume des transactions boursières, soit une moyenne journalière de 1 500 francs. L'examen des dossiers est en cours, les décisions devant intervenir au cours du premier semestre 1977.

(1) On appelle valeurs assimilables les actions ou obligations nouvelles émises par des sociétés dont les titres sont déjà inscrits à la cote officielle.

En définitive, les *décisions prises* par la Commission en 1976 concernent :

- l'admission à la cote officielle des titres émis par :
 - 28 sociétés françaises nouvelles (dont 11 pour des actions et 17 pour des obligations) ;
 - 2 sociétés étrangères nouvelles (pour des actions) ;
 - 267 sociétés françaises ayant déjà des titres inscrits, qui ont fait l'objet de 292 décisions (dont 179 pour des actions et 113 pour des obligations) ;
 - 7 valeurs de la zone franc ayant déjà des titres inscrits (soit 8 décisions) ;
 - 36 sociétés étrangères ayant déjà des titres inscrits (soit 64 décisions) ;
- le transfert de cotation de 2 sociétés françaises, une de la Bourse de Paris sur la Bourse de Lyon et la seconde de la Bourse de Bordeaux sur la Bourse de Paris ;
- la radiation d'une part des titres de 4 sociétés françaises et de 2 sociétés étrangères et d'autre part de 26 emprunts dont 3 de la zone franc.

LE DEVELOPPEMENT DES BOURSES REGIONALES

A l'initiative du Président de la Commission des opérations de bourse, un groupe de travail a examiné la situation actuelle des bourses régionales et les mesures de nature à concourir à leur développement. Après avoir entendu diverses personnalités et pris connaissance des études et suggestions qui lui ont été soumises tant par celles-ci que par les différentes parties concernées et par les services de la Commission des opérations de bourse, le groupe de travail est parvenu aux constatations et conclusions suivantes :

L'organisation du marché des valeurs mobilières en France comporte actuellement l'existence de sept places de cotation. L'importance des six bourses régionales est devenue progressivement très marginale par rapport à celle de la Bourse de Paris et le mouvement paraît encore se poursuivre actuellement. En l'état actuel du marché français des valeurs mobilières certains voient donc dans cette structure essentiellement un legs de l'histoire dont la nécessité objective ne leur apparaît pas et même un facteur regrettable de complexité et d'accroissement des coûts.

Le groupe de travail a considéré qu'il convenait au contraire d'aborder le problème des bourses régionales de façon positive. Plusieurs arguments importants jouent en effet en leur faveur. Le maintien de places de cotation décentralisées apparaît d'abord comme une condition de la survie des foyers d'intérêt et des centres de promotion spécialisés en valeurs mobilières que constituent les charges d'agents de change installées en province. Leur disparition serait vivement ressentie dans les métropoles concernées et serait contraire à l'effort qui est mené actuellement pour doter la France de véritables places financières régionales. En outre, ces bourses offrent à des entreprises

régionales dynamiques, n'ayant pas encore atteint une taille et une notoriété véritablement nationales, une possibilité d'accéder plus rapidement au marché des valeurs mobilières et de s'y acclimater avant d'être introduites, éventuellement, sur le marché de Paris. Les bourses régionales peuvent constituer par là même, pour ces entreprises, un facteur d'accélération de leur croissance et d'accroissement de leur notoriété. Enfin, il est possible qu'une fraction de l'épargne régionale accepte plus aisément de s'investir en valeurs mobilières si cet investissement s'effectue dans des entreprises et sur un marché qui sont proches des actionnaires.

Pour ces raisons, le Gouvernement et les pouvoirs publics, suivant sur ce point les recommandations du Comité du financement du VII^e Plan (1), ont pris clairement et à plusieurs reprises position en faveur du maintien et du développement des bourses régionales. Un tel objectif suppose qu'une série d'actions coordonnées soient menées par toutes les autorités compétentes et toutes les parties concernées. Mais sa réussite dépendra avant tout de la façon dont les bourses elles-mêmes, grâce à l'action de leurs responsables, s'adapteront aux besoins des investisseurs, des épargnants et des entreprises, notamment de ceux de leurs régions et feront la preuve de leur pouvoir d'attraction à l'égard de ceux-ci. Il est nécessaire d'aider ces bourses à sortir du cercle vicieux actuel du sous-développement où l'absence de transactions entraîne l'absence des investisseurs et vice-versa, par des mesures destinées à modifier favorablement leur environnement. Quelles que soient ces mesures, elles ne pourront cependant avoir d'effet bénéfique durable si la condition primordiale indiquée ci-dessus n'est pas réalisée au cours des toutes prochaines années.

Le groupe de travail souligne enfin le facteur fondamental de changement que devrait constituer, dans un avenir proche, la création d'un marché des valeurs mobilières informatisé. Les inconvénients actuels du fractionnement et de l'éloignement, dont souffrent les bourses régionales, s'effaceront lorsqu'aura été établi un réseau d'intercommunications instantanées entre les apporteurs d'ordres et les différentes bourses. Celles-ci pourront alors être véritablement des « corbeilles » décentralisées du marché national des valeurs mobilières. Il leur appartiendra évidemment de justifier, par le supplément d'activité apporté à ce marché, le coût supplémentaire qu'entraînera la décentralisation dans l'établissement du réseau informatique.

En fonction de ces orientations, le groupe de travail a formulé un ensemble de propositions qui seront examinées par les pouvoirs publics et par la Commission en vue d'une mise en application en 1977. Ces propositions concernent en premier lieu la structure du marché et la définition des lieux de cota-

(1) « Les bourses de province constituent un centre d'accueil tout indiqué pour les moyennes entreprises locales auxquelles l'épargne provinciale semble disposée à s'intéresser activement, sous réserve que les structures financières appropriées soient mises en place autour de ces marchés. » (Rapport du comité, page 33.)

tion : à cet égard, il est notamment suggéré, d'une part, d'attacher plus d'importance sur le marché officiel, pour le choix de la bourse de négociation, au caractère régional de l'émetteur, d'autre part, de créer un compartiment spécial du hors-cote sur lequel seraient cotées les sociétés prenant des engagements d'information envers la Commission.

En second lieu, les propositions touchent au fonctionnement des bourses régionales avec une harmonisation des heures d'ouverture et des courtages, une intercommunication plus étroite entre les marchés régionaux et parisiens, un renforcement des moyens d'information et un développement de la prospection en vue d'introductions nouvelles.

Enfin le groupe suggère que soient poursuivis les efforts de décentralisation des institutions financières, efforts propres à apporter aux bourses régionales les instruments d'une plus grande activité.

III. — LES MODALITES DE DIFFUSION DANS LE PUBLIC

LE DEMARCHAGE FINANCIER

Le déclin des réseaux spécialisés de démarchage semble s'être stabilisé en 1976, avec le maintien de leur effectif global au même niveau que l'année précédente, malgré une très forte rotation de leur personnel et la création d'une nouvelle société de diffusion.

Cet arrêt dans le déclin des réseaux ne doit pas être interprété comme une reprise de leur activité dans la diffusion des valeurs mobilières par voie de démarchage : en effet, si le nombre de nouveaux plans souscrits au cours de l'année est comparable à celui de 1975, le nombre de plans en activité en fin d'année est inférieur de près de 10 p. 100 à celui de l'année précédente. Ceci est la conséquence de l'augmentation des fermetures de plans soit par suite de résiliation anticipée soit parce que les plans sont parvenus à leur échéance normale.

On constate par contre que l'activité de la plupart des réseaux de démarchage s'exerce de plus en plus dans un domaine qui échappe au contrôle de la Commission, sinon à tout contrôle, et qui tend à orienter l'épargne du public vers des placements en biens matériels (par exemple numismatique, œuvres d'art, diamants ; conteneurs, wagons, forêts, baraques de chantier, etc.).

Interrogée à plusieurs reprises sur l'intérêt d'investissements tels que les conteneurs ou wagons et les possibilités de rendement ou de plus-values qui y seraient attachées, la Commission a été amenée à préciser qu'il n'entrait pas dans ses attributions d'exercer une surveillance sur ce type de placement. Elle a cependant attiré l'attention des épargnants qui seraient intéressés par un placement en biens matériels sur le fait que devenant propriétaire de la chose acquise, ils devaient se préoccuper de la dépréciation éventuelle de cette dernière et supporter les aléas de son utilisation ; notamment le fait de s'adresser à un intermédiaire pour trouver un locataire ne les garantit pas contre les risques économiques.

Par ailleurs, la Commission a constaté que la plupart des organismes promoteurs de plans en valeurs mobilières diffusés par voie de démarchage ont conclu des accords avec des compagnies d'assurances pour diffuser par le même moyen des contrats d'assurance sur la vie à capital variable. Ainsi délaissant le plan d'épargne en valeurs mobilières soumis, en ce qui concerne le démarchage, aux dispositions de la loi du 3 janvier 1972 et au contrôle de la Commission en ce qui concerne la note d'information, ces organismes proposent par l'intermédiaire de leurs réseaux spécialisés un produit très largement similaire. Mais celui-ci bénéficie d'avantages fiscaux appréciables

et est présenté de façon trop favorable en l'absence de toute indication de la charge financière supportée par l'épargnant, qui est généralement très supérieure à celle des plans d'épargne proposés par les banques, et parfois d'informations suffisantes sur les conditions de la réalisation annoncée d'un doublement ou triplement du capital.

La Commission souhaite que des études interviennent en vue d'une harmonisation dans l'information donnée pour des produits similaires.

Au cours de 1976 certains organismes ont procédé à une remise à jour des conditions de fonctionnement de leurs plans, avec généralement un allègement de la charge financière. La Commission a ainsi délivré onze visas dont huit par suite de telles modifications. Elle a en outre mis à la disposition du public une étude comparative des conditions de fonctionnement de tous les plans d'épargne en valeurs mobilières proposés par démarchage. Cette étude, arrêtée au 31 décembre 1975, fera l'objet d'une mise à jour au cours de 1977.

L'activité des banques et des agents de change, qui n'est pas encore chiffrée pour 1976, semble stationnaire : ces organismes placent presque uniquement des contrats d'épargne à long terme assortis d'avantages fiscaux. Ils rencontrent donc davantage les faveurs du public et enregistrent moins de résiliations de plans avant leur échéance normale.

La Commission s'est encore préoccupée des cas de démarchage ou de publicité tendant à amener les épargnants à acquérir des titres étrangers présentés comme susceptibles d'enregistrer de fortes plus-values et elle est intervenue à la suite de nombreuses plaintes (cf. pages 99 et 100).

D'une façon générale, elle estime nécessaire de mettre à nouveau le public en garde contre des envois de lettres ou de prospectus, généralement expédiés de l'étranger, et qui invitent les personnes contactées à agir d'elles-mêmes pour acheter des valeurs sur lesquelles elles ne disposent d'aucun renseignement particulier mais pour lesquelles leur sont faites des promesses de fortes plus-values. Devant de tels procédés qui peuvent, le cas échéant, constituer une violation de la législation sur le démarchage, l'action des autorités de contrôle est en effet rendue plus difficile du fait même que toute l'opération s'effectue par correspondance. Aussi est-il conseillé aux personnes qui reçoivent ce genre de sollicitations de se renseigner soit auprès de leur banque soit même auprès de la Commission.

Enfin, en ce qui concerne les auxiliaires de la profession boursière, la Commission a reçu quelques documents qui lui ont été remis par des remisiers ou des gérants de portefeuille qui procèdent par voie de démarchage. Elle constate en fait que 49 auxiliaires de la profession boursière, sur 393 titulaires de la carte, ont déclaré leur intention de recourir au démarchage. La plupart d'entre eux ont indiqué à la Commission qu'ils ne diffusaient aucun document.

La Commission rappelle que les auxiliaires de la profession boursière sont soumis aux dispositions de la loi du 21 décembre 1972 et, en ce qui concerne le démarchage financier, à celles de la loi du 3 janvier 1972. Elle recommande aux épargnants qui recevraient des sollicitations de gestion de portefeuille de s'assurer que le gérant est bien détenteur de la carte professionnelle délivrée par la Chambre syndicale des agents de change.

Les textes stipulent en outre que toute personne physique ou morale qui n'est pas de nationalité française ne peut exercer une telle activité que si elle y est autorisée par le ministre de l'économie et des finances. Ayant reçu un certain nombre de plaintes relatives aux agissements d'une société de gestion de portefeuille suisse, la Société Sogefinance (cf. page 100), la Commission a appelé l'attention du ministre de l'économie et des finances sur le problème des offres de service émanant de sociétés étrangères non autorisées. Celui-ci a demandé à l'Association française des banques et à l'Association professionnelle des établissements financiers de rappeler par voie de circulaire à leurs adhérents, les dispositions légales concernant l'activité des auxiliaires de la profession boursière et de les inviter à refuser de prendre en considération les mandats de gestion accordés par leur clientèle à des gérants étrangers qui n'auraient pas été autorisés à exercer leur activité en France. La Compagnie des agents de change pour sa part avait, dès février 1976, pris l'initiative d'une telle mise en garde à l'intention de ses membres.

LES S.I.C.A.V.

En ce qui concerne les S.I.C.A.V., l'année 1976 se caractérise par une hausse moyenne d'environ 10 p. 100 de la valeur liquidative des actions et une augmentation assez sensible des demandes de rachat.

Sur le plan de la réglementation, les réformes en cours sont restées à l'état de projet. Dans son application présente, la Commission a été appelée à préciser sa position sur certains points.

Deux S.I.C.A.V. seulement se sont ouvertes au public en 1976. Quatre autres ont reçu l'autorisation ministérielle de constitution.

Les souscriptions nettes ont sensiblement diminué (— 27,22 pour 100, du fait d'une progression importante des demandes de rachats qui atteignent 83,59 p. 100 des souscriptions brutes, et 107,49 p. 100 pour les seules S.I.C.A.V. en valeurs diversifiées. L'ensemble des quatre-vingt-treize sociétés en activité au 31 décembre 1976 ont néanmoins recueilli 426 millions de francs contre 586 millions en 1975 et 294 millions en 1974.

L'actif net s'élève à 26 milliards de francs à fin 1976, contre 25 milliards de francs à fin 1975. En ce qui concerne les valeurs liquidatives, l'indice corrigé fait apparaître une hausse moyenne de 9,02 p. 100 (cf. annexe XIV).

Le précédent rapport a fait état d'un projet de réforme de la législation régissant les S.I.C.A.V. La Commission souhaite vivement que cette réforme, qui est toujours en cours d'élaboration, puisse être adoptée en 1977.

En effet, cette nouvelle loi apporterait une amélioration très sensible de la réglementation applicable à ces institutions, en l'adaptant à leur activité mieux que ne le font les textes actuels. En outre, elle rendrait juridiquement possibles les opérations de fusion ou d'absorption.

De telles opérations, actuellement envisagées, attendent pour se réaliser la promulgation de la loi. Certaines sociétés, dont les actifs sont restés peu importants, souhaiteraient limiter leurs frais de gestion en se regroupant avec d'autres. Par ailleurs, en raison de fusions intervenues entre diverses banques, les titres de plusieurs S.I.C.A.V., semblables quant à leur nature, se trouvent maintenant placés par un même établissement, sans aucun avantage pour lui ni pour sa clientèle.

Sur le plan de la Communauté économique européenne, le projet de directive sur les organismes de placement collectif, qui regroupent les institutions de cette nature existant dans les neuf pays du Marché commun quelle que soit leur forme juridique, a été soumis pour avis à diverses instances communautaires et professionnelles. Il devrait être transmis en 1977 au conseil des ministres pour les dernières lectures avant son adoption définitive.

Quand elle sera entrée en vigueur, cette directive entraînera une harmonisation des règles régissant ces organismes dans les pays de la Communauté et facilitera la circulation d'un pays à l'autre des titres qu'ils émettent.

A l'occasion de la demande de constitution d'une S.I.C.A.V., la Commission a été saisie de deux problèmes d'application de la réglementation.

Le premier problème concerne la possibilité, pour une S.I.C.A.V., de rembourser ses actions par remise de titres détenus en portefeuille.

Les fondateurs d'une S.I.C.A.V., dont le portefeuille devait être uniquement constitué en obligations et dont la clientèle devait être composée essentiellement par des institutionnels, auraient souhaité que le remboursement des actions, normalement effectué par paiement en espèces, puisse, sur décision du conseil d'administration et dans l'intérêt commun de l'actionnaire sortant et des autres actionnaires, être effectué en tout ou partie, sous forme de titres, étant entendu que ces titres devraient refléter la composition d'ensemble du portefeuille et qu'il ne serait fait usage de cette possibilité que si le montant du remboursement représentait un pourcentage appréciable du portefeuille.

Pour les fondateurs de la S.I.C.A.V., cette possibilité de remboursement en titres se justifiait par le fait que la S.I.C.A.V. réunirait essentiellement des capitaux en provenance de quelques investisseurs institutionnels qui détiendraient chacun une

fraction relativement importante de l'actif : au cas où l'un d'entre eux souhaiterait sortir de la S.I.C.A.V., ce rachat nécessiterait une liquidation préalable d'une part non négligeable du portefeuille ; aussi la remise directe des titres serait-elle bénéfique :

— d'une part, pour les actionnaires restant qui ne souffriraient pas d'une baisse de la valeur intrinsèque consécutive à des réalisations précipitées ;

— d'autre part, pour l'actionnaire sortant, qui aurait eu besoin de réinvestir ses liquidités et qui éviterait ainsi des frais de transaction.

Si, sur le plan pratique, cette demande paraît présenter des avantages, elle soulève en revanche des problèmes sur le plan des principes. Aussi, avant de se prononcer, la Commission a-t-elle entrepris une étude, notamment juridique, de son bien-fondé. Par ailleurs cette demande a été également soumise à la Direction générale des impôts.

Le second problème est relatif aux droits perçus tant à l'entrée qu'à la sortie des S.I.C.A.V. Les fondateurs de la même S.I.C.A.V. envisageaient de réduire le droit d'entrée à 1 p. 100 de la valeur liquidative, en s'appuyant sur le double fait que les souscriptions nouvelles s'effectueraient en grande partie par apports de titres et que les remboursements pourraient avoir lieu par remise de titres, ce qui réduirait à due concurrence les frais d'investissement et de désinvestissement.

La Commission a constaté que depuis l'origine des S.I.C.A.V. en 1964, les usages ont maintenu le minimum de perception à 1,50 p. 100. Ce minimum, qui est laissé à la S.I.C.A.V. pour faire face aux frais de premier investissement et aux frais d'impression des titres, constitue, avec la commission de placement, dont le taux varie entre 0 et 3,25 p. 100, les droits qui peuvent être pris soit à l'entrée soit à la sortie sans dépasser au total le plafond de 4,75 p. 100, actuellement prescrit.

Avant de se prononcer sur l'opportunité d'admettre 1 p. 100 comme nouveau minimum, voire de supprimer toute contrainte à cet égard, la Commission a estimé nécessaire de recueillir au préalable l'avis de l'Association des sociétés et fonds français d'investissement.

La Commission a été interrogée par plusieurs S.I.C.A.V. sur l'interprétation qu'il convient de donner aux diverses limites d'investissement qui leur sont imposées par la réglementation ou qu'elles s'imposent d'elles-mêmes par leurs statuts ou par leur règlement intérieur.

La Commission a rappelé tout d'abord que ces limites doivent être appréciées à tout moment par rapport à la valeur réelle des actifs ou du portefeuille, c'est-à-dire en prenant en compte la valeur boursière des titres et non leur valeur comptable.

La Commission a ensuite précisé sa position en cas de dépassement :

— s'il s'agit d'une limitation prescrite par les textes législatifs et réglementaires, la S. I. C. A. V. ne peut transgresser, par

des ordres d'achat ou de vente, les plafonds fixés, si l'exécution de ces ordres conduit à un dépassement de ces limites ; en revanche, lorsque ce dépassement provient d'un fait extérieur (par suite des variations de cours, d'opérations effectuées par les sociétés émettrices), la S. I. C. A. V. n'est pas tenue à une régularisation immédiate de la situation mais dispose des délais nécessaires à cette fin ; elle doit informer la Commission de cette situation.

— lorsqu'il s'agit d'une restriction que la S. I. C. A. V. impose à sa politique de gestion, soit par ses statuts, soit par décision du conseil d'administration, elle doit respecter à tout moment cet engagement qu'elle a pris de sa propre volonté et est tenue en conséquence à régulariser tout dépassement, même s'il provient d'une fluctuation des cours.

Cette dernière position concerne notamment les S. I. C. A. V. qui, pour bénéficier des souscriptions issues des fonds communs de placement créés dans le cadre de la participation et des plans d'épargne d'entreprises, font état d'une limitation de leurs placements en valeurs étrangères à 50 p. 100 du portefeuille de la S. I. C. A. V. Il importe que les S. I. C. A. V. qui s'imposent cette limite la respectent scrupuleusement afin que les fonds communs ne soient pas placés dans l'obligation d'un désinvestissement brutal.

Sur le plan de l'information, la Commission rappelle que les plaquettes trimestrielles diffusées par les S. I. C. A. V. doivent reproduire intégralement l'orientation des placements telle qu'elle est définie par les sociétés, que tout changement doit être annoncé et n'être appliqué que le trimestre suivant, afin que les souscripteurs puissent prendre leur décision d'investissement en toute connaissance de cause.

Enfin la Commission a noté avec intérêt la position prise par la Direction générale des impôts au sujet de la distribution des lots et des primes de remboursement précédemment mis en réserve.

Dans son instruction du 23 décembre 1969, la Direction générale des impôts n'avait admis la possibilité pour les S. I. C. A. V. de distribuer les lots et primes de remboursement encaissés au cours de l'année que si cette distribution était immédiate.

Pour répondre au vœu de plusieurs S. I. C. A. V. qui souhaitent différer la distribution de tout ou partie de ces lots et primes de remboursement dans le souci d'une régularisation des dividendes, la Direction générale des impôts a admis cette possibilité dans une lettre du 17 mai 1976 adressée à l'Association des sociétés et fonds français d'investissement. Cette lettre précise toutefois que « les lots et primes ainsi distribués après coup ne peuvent bénéficier de la faculté de distribution en franchise d'impôt sur le revenu au moyen de l'utilisation d'un coupon distinct que s'ils ont effectivement été prélevés sur le poste spécial de réserves où ils ont été constamment comptabilisés depuis l'approbation des comptes de l'exercice de leur encaissement ».

IV. — LA COLLECTE DE L'ÉPARGNE PAR LES SOCIÉTÉS CIVILES DE PLACEMENTS IMMOBILIERS

La Commission a apposé son visa, en 1976, sur les documents d'information présentés par sept nouvelles sociétés civiles de placements immobiliers. Six d'entre elles sont liées à des banques : Elysées-Pierre (Crédit commercial de France), Euro-Foncière (Banque de l'union européenne), Investipierre 3 (Banque nationale de Paris), Immobilière privée (Banque industrielle et mobilière privée), Pierre-Sélection (Banque de l'union maritime et financière), France-Pierre (Banque Martin-Maurel). La septième, Immauvergne, est une société indépendante à vocation régionale.

Au total, 30 visas sont ainsi en cours de validité, couvrant 39 sociétés (un seul visa pouvant être accordé à plusieurs sociétés faisant partie du même groupe). La situation au 31 décembre 1976 de ces 39 sociétés est présentée de façon synthétique par le tableau suivant :

	SOCIÉTÉS indépendantes.	SOCIÉTÉS gérées avec un appui extérieur.	TOTAL
Nombre de sociétés.....	14	25	39
Nombre d'associés de ces sociétés	22 000	49 200	71 200
	(En millions de francs.)		
Capital au 31 décembre 1976....	653,7	1 610,2	2 263,9
Augmentations de capital en 1976	7,6	508,7	516,3
Cessions de parts réalisées en 1976 (en valeur nominale).....	24,4	34	58,4
Cessions de parts demandées mais non réalisées (en valeur nominale)	>	4,1	4,1
Investissements réalisés en 1976.	8,7	496,6	505,3

Trois faits saillants méritent d'être notés dans l'évolution des sociétés civiles de placements immobiliers au cours de l'année 1976.

D'une part, les augmentations de capital ont atteint un montant jusqu'à présent sans précédent : 516,3 millions de francs en 1976, contre 393,3 millions de francs en 1975, et 253,9 millions de francs en 1974. Ces augmentations de capital ont concerné pour l'essentiel les sociétés gérées avec l'appui de groupes financiers. Compte tenu des primes d'émission, le montant des nouveaux fonds collectés s'est élevé en 1976 à 670 millions de francs environ (450 millions de francs en 1975).

Les acquisitions de parts déjà émises, soit 58,4 millions de francs, ont permis d'assurer la contrepartie de la plupart des offres nouvelles de cession de parts et l'apurement des offres de cession qui demeuraient en suspens à la fin de 1975. Les offres de cession de parts en suspens au 31 décembre 1976 (4,1 millions de francs) concernent trois sociétés dont le marché des parts s'est amélioré et devrait se rééquilibrer rapidement grâce à l'intervention du groupe associé.

D'autre part, près des deux tiers des sociétés ou groupes de sociétés ont rajusté en hausse le prix d'acquisition de leurs parts au cours de l'année, dans des proportions se situant généralement entre 4 et 8 p. 100. Ces augmentations ont pu être opérées sans affecter sensiblement les taux de rendement des parts. Les dividendes distribués s'échelonnent dans la plupart des cas entre 7 et 9 p. 100 des prix d'acquisition en vigueur au 31 décembre 1976.

Enfin, on constate que les investissements réalisés en 1976 (un peu plus de 500 millions de francs) ont porté à concurrence des trois quarts sur des immeubles à usage de bureaux et situés presque en totalité à Paris et en région parisienne.

L'annexe XV fournit des tableaux statistiques et des commentaires plus détaillés retraçant l'évolution des sociétés et de leur patrimoine au cours de l'année 1976.

Comme elle l'avait signalé dans son précédent rapport, la Commission a procédé en 1976, en liaison avec l'Association des sociétés civiles de placements immobiliers, à un réexamen des diverses questions soulevées par les modalités de gestion de ces sociétés. Cette étude devrait s'achever dans les premiers mois de 1977 et les conclusions mises en pratique aussitôt.

Afin d'informer les porteurs de parts, la Commission a publié dans son bulletin mensuel de juillet-août 1976 un tableau comparatif des rémunérations forfaitaires prévues dans les statuts ou dans des conventions au profit des sociétés gérantes et qui sont à la charge, soit des sociétés civiles elles-mêmes, soit des souscripteurs de parts, soit des associés au moment où ceux-ci cèdent leurs parts.

La situation de certaines sociétés civiles qui n'ont pas reçu le visa de la Commission mérite également quelques commentaires.

Deux sociétés (la Garantie foncière, le Revenu immobilier) ont décidé, l'une en 1973, l'autre en 1974, de se dissoudre, et procèdent depuis lors à la liquidation de leur patrimoine. La Garantie foncière, qui avait tout d'abord pu vendre une large fraction de ses immeubles dans le cadre d'une promesse d'achat formulée par un investisseur britannique, rencontre, à la suite de la défaillance de cet acquéreur, des difficultés importantes pour la vente du solde de ses actifs. Des problèmes semblables affectent le Revenu immobilier, dont les immeubles les plus importants n'ont pas encore trouvé d'acquéreurs. En outre, la complexité d'origine des structures juridiques de ces deux sociétés engendre, pour leur liquidation,

des difficultés fiscales certaines. Dans ces conditions, les associés n'ont pu jusqu'à présent être remboursés que partiellement : 70 p. 100 du capital nominal pour la Garantie foncière ; 30 p. 100 seulement pour le Revenu immobilier.

Le Patrimoine foncier a poursuivi en 1976 le processus de remise en ordre entamé par le conseil d'administration depuis sa nomination en 1972. La restructuration, rendue nécessaire par le fait que certains immeubles étaient détenus par des sociétés filiales, a été effectuée. D'autre part, le regroupement des parts, conséquence de la réduction du capital de 50 p. 100 décidée en 1972, n'a pu encore être terminé, certains porteurs de parts hésitant à prendre les décisions nécessaires d'achat ou de vente de rompus. Le conseil d'administration a soumis en fin d'année à la Commission un document d'information en vue de l'obtention d'un visa.

La Société Pierre et Cristal a soumis au visa de la Commission des opérations de bourse un projet de note d'information conformément à la loi applicable aux sociétés civiles faisant publiquement appel à l'épargne.

A la suite de l'examen de la situation de cette société et des publications utilisées pour solliciter et recueillir des souscriptions, la Commission a estimé que les dispositions légales sur la publicité et sur le démarchage ainsi que les textes applicables aux sociétés civiles qui font publiquement appel à l'épargne n'avaient pas été respectés.

Elle a donc décidé de transmettre ses constatations à l'autorité judiciaire et d'ajourner sa décision sur la demande de visa en attendant que celle-ci ait statué.

V. — L'ACTIONNARIAT DES SALARIÉS

La Commission suit avec un grand intérêt l'évolution de l'actionnariat des salariés que ce soit au sein de leur propre entreprise ou sur un plan plus général par l'intermédiaire des fonds communs de placement.

Diverses formules d'actionnariat peuvent être actuellement proposées mais toutes ne rencontrent pas les faveurs des salariés ni même des entreprises qui hésitent parfois à les offrir à leur personnel.

Afin de permettre une meilleure connaissance de ces possibilités, la Commission a prêté son concours à l'Institut d'études politiques de Paris pour organiser en novembre 1976 un séminaire de formation qui s'adressait aux cadres dirigeants des entreprises.

Ce séminaire, qui a duré trois jours, et était animé par des représentants de la Commission des opérations de bourse, de

l'administration et de diverses entreprises, a eu pour thème : « l'entreprise et l'actionnariat des salariés ». Après une présentation historique et un rappel des réalisations étrangères, les exposés et débats ont porté sur les premières expériences d'association et d'intéressement (les sociétés anonymes à participation ouvrière, les coopératives ouvrières et l'intéressement selon l'ordonnance de 1959) puis sur le partage du profit et les nouvelles formes d'épargne des salariés (les deux ordonnances de 1967 sur la participation et les plans d'épargne d'entreprise) et enfin sur les nouvelles formes d'accession au capital (les options sur actions et l'actionnariat dans le secteur public et dans le secteur privé).

Les travaux de ce séminaire seront publiés dans le courant de 1977.

La conjoncture économique a eu des effets directs sur l'actionnariat en général et plus particulièrement sur le montant des réserves de participation attribuées aux salariés en 1976 au titre de l'exercice 1975. En effet, si pour quelques entreprises les montants répartis ont été supérieurs à ceux de 1974, les réserves dégagées semblent avoir été dans l'ensemble inférieures à celles de l'année précédente. Par ailleurs on constate que dans la majorité des cas un grand nombre de salariés ont demandé le remboursement des réserves devenues disponibles soit à l'expiration du délai quinquennal de blocage soit par suite de la survenance d'un cas exceptionnel de déblocage.

L'ACTIONNARIAT DIRECT

Peu de progrès ont été constatés en 1976 dans le domaine de l'actionnariat direct, qu'il s'agisse de la participation des salariés aux fruits de l'expansion des entreprises, des plans d'options sur actions ou de l'actionnariat dans le secteur public ou privé (cf. annexe XVI).

Parmi les bénéficiaires des réserves de participation, très peu ont choisi un investissement direct en valeurs de leur entreprise. Cette forme d'actionnariat direct, qui peut rencontrer les faveurs de certains cadres familiers des questions boursières, est très difficilement comprise par la majorité des salariés. On constate cependant un certain développement des investissements indirects en valeurs de l'entreprise par l'intermédiaire des fonds communs de placement qui sont examinés plus loin.

La Commission, tout en restant favorable à l'actionnariat des salariés dans leur propre entreprise, estime nécessaire de mettre ces derniers en garde contre l'adoption de cette forme de placement pour la totalité de leur épargne. En effet les difficultés rencontrées par certaines entreprises en 1976 ont été telles que leurs actions ont enregistré une baisse importante et parfois même ont eu leur cotation suspendue, ou ont perdu toute valeur. Quelle que soit la confiance que les salariés ont dans leur entreprise, il est souhaitable qu'ils respectent le principe de la division des risques.

La formule des plans d'options sur actions rencontre toujours aussi peu de succès : elle n'est appliquée que dans une trentaine de sociétés, et dans la majorité de celles-ci l'offre ne s'adresse qu'à un petit nombre de cadres : en moyenne 3 p. 100 seulement des effectifs des sociétés concernées. Trois raisons peuvent expliquer le peu de faveur rencontré par la loi du 31 décembre 1970 : d'une part la complexité du système, d'autre part les anomalies fiscales rencontrées en période de mauvaise conjoncture boursière par les salariés qui ont été amenés à négocier leurs actions moins de cinq ans après leur acquisition (1) ; enfin ce dernier délai que la plupart estiment beaucoup trop long, et souhaiteraient voir ramené à trois ans.

L'actionnariat dans les entreprises publiques instauré, par deux lois du 4 janvier 1973, dans les banques nationales et les entreprises nationales d'assurances n'a pas eu un développement particulier en 1976. Aucune cession à titre onéreux n'a été offerte depuis celle de 1973 pour les banques ou de 1974 pour les sociétés d'assurances. Ces dernières avaient porté sur environ 1 p. 100 du capital des sociétés concernées. Les distributions gratuites d'actions qui font l'objet annuellement de distribution complémentaire pour tenir compte de l'ancienneté acquise par les agents ou de leur promotion, ont porté à ce jour, selon le cas, sur 6 à 8 p. 100 du capital. Les actions de ces sociétés sont négociables, pour cinq d'entre elles, à la Bourse de Paris. Pour celles dont les titres ne sont pas encore cotés, les salariés détenteurs d'actions négociables ne peuvent que recourir à un système d'avances sur actions. Mais en fait, compte tenu du délai de blocage de cinq ans des actions attribuées gratuitement, très peu d'actions (entre 0,8 et 2 p. 100 du capital) sont effectivement négociables actuellement. Il est difficile, sur un si faible pourcentage, de prévoir quelle sera l'attitude des salariés en 1978, première échéance du délai de blocage. Toutefois l'expérience de 1976 montre que si les salariés bénéficiaires d'actions distribuées gratuitement revendent presque systématiquement les actions dès qu'elles cessent d'être bloquées, il n'en est pas de même pour les salariés qui ont fait un effort d'actionnariat en acquérant des actions à titre onéreux.

Dans le secteur privé, la loi du 27 décembre 1973 relative à la souscription ou à l'acquisition d'actions de sociétés par leurs salariés a eu quelques nouvelles applications pratiques : trois sociétés ont proposé à leurs salariés des plans d'achat d'actions et une autre un plan de souscription d'actions. La première formule qui n'est actuellement appliquée que par dix sociétés, se heurte toujours aux difficultés rencontrées par l'obligation d'acheter massivement les actions le jour où les comptes d'actionnariat sont suffisamment alimentés ; la solution à ces difficultés dépend de l'adoption par le Parlement du projet de loi modifiant la loi de 1966 qui est actuellement en cours d'examen par le Parlement. Certaines sociétés attendent cette adoption pour proposer des plans d'achat d'actions à leur personnel. Si, à l'inverse, les plans de souscription ne

(1) Cf. rapport 1974 (annexe XV, page 232).

rencontrent pas les mêmes problèmes juridiques, leur réalisation pratique est tellement complexe, notamment lorsque l'entreprise accorde à ses salariés un certain délai de paiement, que beaucoup de sociétés préfèrent y renoncer. Deux seulement l'ont mise en application à ce jour.

L'accueil des salariés à cette forme d'actionnariat est pour certaines sociétés satisfaisant, surtout si l'on tient compte de la nouveauté d'un système auquel ceux-ci ne sont pas encore familiarisés (cf. annexe XVI). Il est cependant regrettable que les amendements tendant à étendre aux salariés des filiales la formule du plan d'achat d'actions, comme cela est actuellement possible pour les plans de souscription d'actions, n'aient pas encore été adoptés. Le problème s'est posé de façon particulièrement aiguë pour une entreprise dont une partie du personnel a été affecté à de nouvelles filiales créées : selon une application stricte des textes, les salariés qui avaient adhéré au plan d'actionnariat qui leur était offert ont, du jour de cette affectation, perdu toute possibilité de continuer à épargner dans le cadre de ce plan. La Commission se préoccupe de cette situation et considère qu'un assouplissement de cette interprétation serait souhaitable.

Les sociétés qui offrent à leurs salariés un plan d'achat ou de souscription d'actions doivent remettre à leur personnel un bulletin d'information et un bulletin d'ouverture de compte d'actionnariat ou de souscription portant le visa de la Commission des opérations de bourse. Celle-ci a précisé dans une instruction de janvier 1977 les renseignements qui doivent être inclus dans ces bulletins, ainsi que les éléments statistiques que les sociétés doivent lui adresser annuellement. Au cours de l'année 1976, elle a ainsi accordé quatre visas dont trois pour des plans d'achat et un pour un plan de souscription.

LES FONDS COMMUNS DE PLACEMENT

Peu de changements sont intervenus dans le nombre de fonds communs de placement en activité qui demeure sensiblement égal à celui de l'année précédente (cf. annexe XVIII). Toutefois les mouvements précédemment constatés se sont poursuivis : d'une part, le regroupement dans des fonds multientreprises de fonds individualisés, dont les actifs ne sont pas ou ne sont plus suffisamment importants pour justifier une gestion individuelle diversifiée (une centaine de fonds communs ont été ainsi regroupés) et, d'autre part, le transfert de fonds communs de placement d'un gestionnaire à un autre, ou, lorsque les actifs étaient suffisants, le transfert partiel d'actif pour permettre la création d'un nouveau fonds commun confié à un autre gestionnaire afin de mettre ceux-ci en concurrence.

La Commission continue d'être saisie de certaines difficultés concernant les transferts et la dissolution des fonds communs. En ce qui concerne les transferts, la Commission estime que ce sont des actes de gestion, possibles sur décision du conseil

de surveillance s'il s'agit d'un fonds commun individualisé par entreprise ou sociétés appartenant à un même groupe. S'il s'agit d'un fonds multientreprises, dont le conseil de surveillance n'est pas représentatif de l'intérêt particulier des adhérents salariés d'une entreprise, la décision selon la Commission est du ressort du comité d'entreprise ou des signataires de l'accord de participation.

En matière de dissolution des fonds communs, la Commission considère qu'il serait irréaliste de demander l'accord de chaque salarié adhérent et qu'attribuer le pouvoir de décision aux partenaires sociaux signataires de l'accord peut également soulever des difficultés ; aussi estime-t-elle que cette décision est du ressort du conseil de surveillance du fonds commun qui est, en fait, l'organe représentatif des salariés adhérents.

Sur le plan législatif, et à la demande de l'Association des sociétés et fonds français d'investissement, la Commission est intervenue auprès des ministères concernés pour appuyer la démarche de certains gestionnaires de fonds communs de placement tendant à obtenir que les salariés ne soient pas soumis à la taxation des plus-values sur les titres ou parts de fonds communs de placement acquis dans le cadre soit des ordonnances de 1967, soit des autres formules d'actionnariat. Ce problème a été heureusement résolu, le législateur ayant prévu que la loi ne s'appliquerait pas aux salariés dans la mesure où les titres ou droits acquis seraient nominatifs et porteraient la mention de leur origine.

Par ailleurs la Commission a noté la création d'un nouveau cas de déblocage des droits constitués au profit des salariés en application de l'ordonnance de 1967 sur la participation, la loi du 31 mai 1976 donnant, dans les conditions fixées par le décret d'application du 30 décembre 1976, cette possibilité aux salariés en vue de l'acquisition d'un logement principal. La Commission demeurera attentive aux incidences qu'auront ces nouveaux cas de déblocages sur les fonds communs, notamment par suite de l'importance des sommes dont le remboursement serait demandé et qui tendent déjà à croître fortement d'une année sur l'autre.

Ainsi en 1976, les actifs des fonds communs de placement n'ont que très légèrement augmenté (+ 5,5 p. 100) par rapport à 1975. Cette faible progression résulte pour une grande part de la stabilité relative des sommes investies dans ces fonds communs en 1976 (+ 3 p. 100) face à une très forte augmentation des remboursements (+ 25 p. 100). Elle tient également à la mauvaise conjoncture boursière. En fait, on peut considérer que dans l'ensemble les gestionnaires ont maintenu la valeur des fonds à un niveau équivalent à celui de 1975 en dépit d'une baisse de la bourse de l'ordre de 17 p. 100.

La Commission a été amenée à rappeler aux gestionnaires des fonds communs la politique à suivre en matière d'investissements étrangers ou en actions de société d'investissement dont le portefeuille est constitué de plus de 50 p. 100 de valeurs étrangères.

Il a été ainsi précisé que les fonds communs de placement créés en application des ordonnances de 1967 ne peuvent comprendre que des valeurs mobilières françaises, aucun investissement ne pouvant être effectué en des valeurs étrangères ou en valeurs de la zone franc, même quand il s'agit de valeurs de l'entreprise à laquelle appartiennent les salariés si celle-ci est de nationalité étrangère.

En ce qui concerne les S.I.C.A.V. et les sociétés d'investissement dont le portefeuille est constitué à plus de 50 p. 100 de valeurs étrangères, bien qu'il s'agisse effectivement de valeurs françaises, le législateur a estimé que du fait de la composition de leur portefeuille, il fallait limiter chacune d'elles à 5 p. 100 des avoirs du fonds commun. Or en 1972, du fait de la multiplication des S.I.C.A.V. dont la composition du portefeuille est principalement orientée vers les valeurs étrangères, la Commission avait demandé aux gestionnaires de veiller à ce que les placements en actions desdites S.I.C.A.V. ne soient pas, au total, sensiblement supérieurs à 5 p. 100 des actifs du fonds commun. Dans la pratique, il a été toléré que ces investissements atteignent, pour l'ensemble de ces sociétés, au maximum 7 p. 100 des avoirs du fonds. Au-delà, le gestionnaire doit régulariser la situation dans les délais les plus courts à l'occasion du prochain investissement. Cette position n'a pas été modifiée et la Commission a demandé aux gestionnaires de fonds communs de placement de veiller à ce qu'elle soit appliquée par leurs services.

Un autre problème s'est posé en 1976 avec les S.I.C.A.V. qui se sont engagées à investir plus de 50 p. 100 de leur portefeuille en valeurs françaises, et qui, du fait d'une hausse des valeurs étrangères ou d'une baisse des valeurs françaises, se trouvent à un moment donné avoir un portefeuille investi à plus de 50 p. 100 en valeurs étrangères. Dans cette hypothèse, la Commission rappelle que le ministre de l'économie et des finances a admis, en 1970, à titre de tolérance, que le fonds commun conserve lesdits titres dans la mesure où la réduction de la proportion des valeurs françaises dans le portefeuille de la S.I.C.A.V. peut être considérée comme simplement temporaire et à la condition que la S.I.C.A.V. marque son intention de porter à nouveau ladite proportion à 50 p. 100 au moins dans un délai maximum de six mois. Bien entendu, le fonds doit se dessaisir desdites actions si, à l'expiration de ce délai, le pourcentage des valeurs françaises dans le portefeuille de la S.I.C.A.V. demeure inférieur à 50 p. 100. (La méthode de calcul de ce pourcentage par les S.I.C.A.V. est rappelée ci-dessus page 76). La Commission a précisé que le cas échéant elle adresserait une circulaire aux gestionnaires pour leur faire connaître le nom des S.I.C.A.V. qui se trouveraient dans cette situation sans avoir régularisé leur portefeuille dans les délais impartis.

B. — LA SURVEILLANCE DES TRANSACTIONS

La Commission a procédé, selon des modalités désormais habituelles, à l'examen des données statistiques concernant le marché de chacune des valeurs cotées et à des études ponctuelles de cas isolés. Elle a par ailleurs suivi attentivement le déroulement des opérations réalisées suivant les procédures réglementaires destinées à assurer l'égalité des actionnaires.

I. — LES ENQUETES

Dans le cadre de la surveillance du marché proprement dite, la Commission a été amenée à examiner 609 dossiers en 1976 contre 693 l'an dernier. Toutefois, le nombre d'examens ayant nécessité des recherches approfondies pour déterminer l'origine des mouvements constatés sur le marché est resté relativement stable : 154 cas en 1976 contre 163 en 1975.

Dans 22 cas ces investigations ont conduit la Commission à intervenir auprès des sociétés soit pour exiger la publication d'un communiqué portant à la connaissance du public des informations jugées indispensables, soit pour faire accélérer la parution de ces informations lorsqu'elles étaient prévues.

Dans 31 cas enfin contre 34 l'an dernier, une enquête qui a entraîné le dépouillement de toutes les transactions a été décidée par la Commission sur délibérations particulières prises dans les conditions prévues par l'article 5 de l'ordonnance du 28 septembre 1967.

Les enquêtes dont l'instruction a été achevée au cours de l'année écoulée s'élèvent à vingt-six dont huit ont été décidées en 1975 et dix-huit en 1976. Elles se répartissent de la façon suivante selon leurs mobiles et leurs objectifs :

— dix ont eu pour but de rechercher l'origine de l'animation du marché et de la hausse du cours de certains titres, qui étaient fréquemment constatées avant la parution d'articles en recommandant l'achat dans des hebdomadaires régulièrement lus dans le monde financier ;

— quatre ont eu pour objet de vérifier si les marchés de certaines valeurs n'avaient pas été l'objet de manœuvres en raison notamment de rumeurs persistantes qui avaient fortement influencé les cotations ;

— deux ont été faites parce que les conditions dans lesquelles des transactions avaient été réalisées sur le marché pouvaient laisser penser que des opérateurs avaient été lésés ;

— cinq ont été provoquées par la constatation d'une hausse ou d'une baisse du cours d'une valeur, accompagnée de l'animation du marché, dans la période qui a précédé immédiatement l'annonce d'une information importante concernant les résultats ou un changement de structure de la société émettrice ;

— cinq ont porté sur des actions ayant fait l'objet d'offres publiques ou de maintiens de cours pendant quinze séances de bourse à la suite d'une cession de contrôle.

Dans le cadre de l'instruction de ces enquêtes, dont les résultats sont analysés ci-après, la Commission a entendu trente-deux personnes auteurs ou non des opérations boursières examinées. Dans un cas, un dirigeant de société étrangère a accepté de venir en France pour éclairer la Commission sur les motifs de certaines opérations effectuées par sa société en Bourse de Nancy.

LES MOUVEMENTS ANORMAUX SUR LES COURS

La première série d'enquêtes a révélé que les principaux acheteurs étaient les auteurs ou les inspirateurs d'articles qui, sous une rubrique spéciale de deux hebdomadaires, attiraient l'attention des lecteurs sur l'intérêt d'un placement dans les actions d'une société. La hausse des cours qui en résultait, du fait qu'il s'agissait toujours de marchés étroits, était mise à profit pour revendre les titres. Ces opérateurs agissant en fonction de l'impact prévisible des articles sur les marchés concernés et non de renseignements privilégiés, leur comportement n'était pas passible de sanctions pénales. Il était néanmoins contraire à la déontologie professionnelle des journalistes. Aussi les dirigeants des publications en cause, informés des faits constatés et invités à prendre des dispositions pour y mettre fin, ont-ils été conduits à prendre des mesures à l'encontre des intéressés allant jusqu'au licenciement.

Parmi les enquêtes classées dans la seconde catégorie, une a concerné le marché des actions de la Société des Faïenceries de Sarreguemines, Digoïn et Vitry-le-François qui était habituellement étroit et s'était signalé par son déséquilibre pendant près de trois mois. Cette situation était due aux demandes d'achat importantes présentées par la Société des Faïenceries de Lunéville, Badonviller et Saint-Clément qui cherchait à accroître sa participation dans le capital de la Société des Faïenceries de Sarreguemines. Elle procédait à un ramassage en bourse, mais elle désirait aussi faire obstacle à d'éventuelles cessions à des tiers de paquets de titres, sous forme d'applications, et être ainsi partie prenante dans toute négociation de blocs. Les règles boursières prévoient en effet l'interdiction d'enregistrement des applications en cas de déséquilibre entraînant une cotation avec réduction des demandes ou des offres. Elles s'opposent en outre à toute cotation en cas de déséquilibre marqué entre le nombre des titres demandés et offerts (sauf pour la Chambre syndicale à procéder à une cotation d'office

après en avoir averti le public par avis à la cote [1]). Compte tenu de ces règles et de l'étroitesse du marché, les ordres d'achat de la Société des Faïenceries de Lunéville ont conduit à un déséquilibre durable du marché et même, à partir du 21 octobre 1976, à un blocage complet de celui-ci. Seule l'intervention de la Chambre syndicale, qui a fait usage de son pouvoir — en principe exceptionnel — de cotation d'office, a permis de mettre fin soit au déséquilibre, soit au blocage des cotations.

La Commission estime que l'acquisition d'une quantité de titres disproportionnée aux possibilités habituelles du marché pour prendre ou accroître une participation dans le capital d'une société devrait normalement se faire par voie d'offre publique dès lors qu'il n'y a pas accord avec un vendeur éventuel. Sans doute, la Société des Faïenceries de Lunéville a pu penser que cette procédure n'était pas adaptée au but qu'elle recherchait, c'est-à-dire être partie prenante dans toute négociation de blocs. La Commission doit cependant constater qu'une situation de déséquilibre ou de blocage des cotations sur une longue période, du fait d'un seul opérateur, n'est pas satisfaisante car elle fait obstacle aux transactions normales des petits porteurs, sauf à ce que soit utilisé le système de cotation d'office qui devrait rester exceptionnel. Si, pendant plusieurs mois à partir du 27 octobre 1976, les actionnaires ont pu vendre leurs titres à un niveau proche du cours le plus élevé atteint à cette date, la Commission n'en considère pas moins que cette affaire met en lumière l'inadaptation de certains mécanismes sur lesquels elle se propose de réfléchir en 1977.

Une autre enquête a concerné le marché des actions Jacques Borel International à la suite des amples mouvements de cours auxquels ces titres ont donné lieu durant les mois de juillet et août 1976 et des rumeurs défavorables qui ont circulé les 12 et 13 août et dont la presse s'est fait largement l'écho à l'époque. Le cours du titre avait enregistré une baisse profonde à partir de la mi-juillet en liaison avec l'annonce, le 16 juillet, des résultats d'exploitation déficitaires pour le premier trimestre qui mettaient en cause les prévisions de bénéfices faites pour l'ensemble de l'année 1976. On pouvait se demander s'il n'avait pas été manipulé en vue d'accentuer sa chute au moment où le marché de la valeur était devenu vulnérable. Les investigations ont permis de conclure qu'il n'y avait pas eu d'action délibérée sur le marché visant à nuire à la société. En réalité, c'est un ensemble concomitant de circonstances défavorables qui a provoqué les mouvements importants de baisse. Au moment où la société annonçait, pour la première fois depuis qu'elle était cotée, des résultats décevants, plusieurs investisseurs français et étrangers auprès desquels des actions Jacques Borel International avaient été placées un an auparavant commençaient à en céder pour alléger leur portefeuille. A ces ventes qui ont pesé sur le marché s'est ajouté un autre facteur à partir du 6 août : une société du groupe qui, par ses achats réguliers, avait limité le repli des cours, a cessé

(1) Système de cotation « par boîte » qui se distingue du système habituel de la cotation « par casier » assurée directement par l'agent de change spécialiste de la valeur.

d'intervenir à partir de cette date ; il en est résulté une accélération de la chute du cours qui a pu alimenter pendant quelques séances de bourse les rumeurs alarmantes sur la situation de l'entreprise.

La Commission a aussi été amenée, notamment à la demande des dirigeants d'Elf-Aquitaine et de la Société Française des Pétroles B P, à examiner le marché des actions de cette dernière société en raison de l'impact qu'ont eu sur lui, au mois de septembre, des rumeurs, qui étaient dénuées de tout fondement, sur l'éventualité d'une offre publique d'achat à un prix très supérieur aux cours de bourse. Il n'a pas été établi que ces rumeurs avaient été répandues sciemment en vue de réaliser des profits boursiers.

L'une des enquêtes de la troisième série, motivée par la plainte d'un opérateur, a permis de s'assurer que celui-ci n'avait pas été lésé. Comme il s'agissait de titres en cours d'échange qui ne donnaient plus lieu qu'à des transactions épisodiques au hors cote, elle a aussi été l'occasion d'examiner comment fonctionnent les marchés des rompus. Ceux-ci sont naturellement étroits et pour que les transactions puissent avoir lieu, les ordres de la clientèle sont concentrés entre quelques charges d'agents de change qui assurent la liquidité du marché. Ces professionnels doivent parfois attendre un long délai pour obtenir le nombre de titres anciens donnant droit à la délivrance de titres nouveaux. Aussi les cours qui s'établissent épisodiquement avec des écarts parfois importants tiennent-ils compte non seulement des parités d'échange mais aussi de la rémunération des intermédiaires qui facilitent les négociations. Lorsque des opérations d'échange sont engagées, les actionnaires ont donc tout intérêt à procéder le plus rapidement possible à l'achat ou à la vente des titres formant rompus.

La deuxième enquête a porté sur les titres d'un emprunt qui avait fait l'objet de transactions quelques jours seulement avant que la Chambre syndicale des agents de change annonce le remboursement anticipé de toutes les obligations restant en circulation à un prix bien supérieur au cours de bourse et, par conséquent, leur radiation de la cote. Elle a mis en lumière des lacunes dans la transmission de l'information. En effet, la banque chargée du service des emprunts obligataires de la société émettrice avait bien fait paraître un avis, plus d'un mois avant le remboursement, dans un journal d'annonces légales, comme le prévoyait le contrat d'émission, mais elle avait avisé la Chambre syndicale beaucoup plus tardivement, ce qui avait rendu possibles les négociations. La Commission a estimé que les obligataires qui avaient vendu leurs titres peu avant le remboursement anticipé avaient subi un préjudice qui devait être réparé. Ce sentiment ayant été partagé par les diverses parties concernées, l'indemnisation des vendeurs a pu intervenir.

A l'occasion de cette affaire, la Commission a été amenée à rappeler aux sociétés et aux banques chargées du service de leurs emprunts obligataires la nécessité, d'une part, d'insérer

au *Journal officiel* les avis de remboursement anticipé, ce qui est d'ailleurs la pratique courante, même si l'article 101 de la loi de finances du 13 juillet 1925 ne prescrit expressément cette publication que pour les tableaux d'amortissement et les tirages, d'autre part, d'informer tout spécialement la Chambre syndicale en pareil cas afin qu'elle puisse prendre les mesures destinées à empêcher les cotations.

LA RECHERCHE DES OPERATIONS D'INTITÉS

Les enquêtes incluses dans les deux dernières séries avaient pour objet de rechercher si des personnes bénéficiant de renseignements privilégiés n'en avaient pas fait usage en bourse en infraction avec les dispositions de l'article 10-1 de l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967 dans sa rédaction issue de la loi du 23 décembre 1970.

Cinq cas correspondent à des absorptions, qui ont intéressé quatre sociétés, et à l'annonce, par une autre, de prévisions de résultats en baisse.

Dans un de ces cas, un ordre transmis par une banque suisse a été décelé. Son exécution en une seule séance la veille de la suspension de la cotation et la quantité très importante de titres sur laquelle il portait le rendaient particulièrement suspect. Les opérateurs n'ont pu être identifiés. Cependant la Commission a remarqué que la société dont les titres étaient l'objet des investigations faisait partie d'un groupe et que, dans le passé, des ordres émanant d'établissements suisses avaient été relevés lors de plusieurs enquêtes analogues sur le marché des actions d'autres sociétés appartenant au même groupe. Ce rapprochement l'a amenée à alerter les dirigeants de ce groupe pour les inviter à prendre des mesures de nature à éviter le renouvellement de tels faits. En outre, comme elle a maintenant l'habitude de le faire, elle a porté ces constatations à la connaissance des banques suisses intervenantes.

Celles-ci, d'une façon générale, chaque fois que la Commission les informe d'opérations réalisées par leur intermédiaire, lui font part de leur opinion après avoir fait procéder à des recherches dans leurs services. Elles manifestent généralement le souci de ne pas être utilisées par des opérateurs cherchant à échapper aux législations boursières de leurs pays. Il reste que l'identification des personnes qui agissent par l'intermédiaire de banques étrangères ne pourra être obtenue que si des accords internationaux permettant l'échange de ce genre d'informations sont conclus entre les différents Etats.

De son côté, la Commission a été sollicitée à trois reprises en 1976 par la Securities and Exchange Commission (S.E.C.) à Washington dans le cadre d'investigations menées par cet organisme. Mais elle n'a de pouvoir d'enquête, l'autorisant en particulier à lever le secret professionnel des intermédiaires, qu'à l'égard des sociétés faisant publiquement appel à l'épargne en

France. L'aide qu'elle est désireuse d'apporter à la S.E.C. est donc subordonnée au bon vouloir des établissements ou des personnes physiques interrogés. Dans deux cas, un concours utile a pu être apporté à la S.E.C. Dans le troisième, la banque concernée a refusé tout renseignement. Cette affaire confirme l'intérêt de s'engager dans la voie qui doit conduire à l'établissement de conventions d'entraide réciproque entre Etats ou dans un cadre plurinational, comme par exemple celui de la Commission des Communautés Européennes, et à l'instauration d'une coopération internationale vraiment efficace permettant la répression de toutes les violations des législations relatives aux valeurs mobilières et aux bourses.

Parmi les cinq enquêtes évoquées en dernier lieu (offres publiques et maintiens de cours), l'une d'elles a été motivée par le fait qu'avant la cession hors cote d'un bloc d'actions suivie du maintien réglementaire du cours pendant quinze séances de bourse, quelques transactions avaient eu lieu sur le marché à des prix très inférieurs à celui de la cession. La Commission a estimé que les acheteurs étaient au courant des pourparlers engagés mais, comme le nombre de titres et d'opérateurs en cause était très faible, une indemnisation a été possible; les acheteurs ont accepté de faire profiter des conditions de la cession les quelques vendeurs en leur réglant la différence entre le prix de vente de leurs titres et le prix retenu pour le changement de contrôle.

Enfin, à la suite d'investigations faites sur le marché des titres d'une société, la Commission a estimé que certaines opérations tombaient sous le coup de l'article 10-1 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 qui sanctionne l'exploitation en bourse d'informations privilégiées. Il s'agissait d'une personne qui, ayant servi d'intermédiaire dans la recherche d'un groupe intéressé à la prise de contrôle de ladite société, et ayant d'ailleurs reçu une rémunération très importante pour cette intervention, avait procédé à des achats profitables sur le marché en utilisant les renseignements confidentiels qu'elle détenait à l'occasion de l'exercice de ses fonctions. Les autorités judiciaires ont été saisies du dossier pour que des poursuites soient exercées éventuellement contre l'intéressé.

LES SUITES JUDICIAIRES

Au cours de l'année 1976, le tribunal de grande instance de Paris a rendu six décisions en matière de délit d'usage illicite d'informations privilégiées sur le marché boursier et a prononcé cinq condamnations. Par une première décision en date du 17 mars 1976, le tribunal a relaxé le secrétaire général d'une société qui avait vendu 3 645 titres de sa société peu de temps avant l'annonce de pertes très importantes, en considérant qu'il n'était pas établi avec une certitude suffisante que le prévenu ait eu connaissance d'informations privilégiées à la date à laquelle il avait passé un ordre de vente de ses titres. Le parquet a fait appel de cette décision.

Par un jugement rendu le 12 mai 1976, le tribunal a condamné un journaliste qui, après avoir recueilli des informations non publiques au cours d'entrevues avec des dirigeants de sociétés, avait exploité pour son compte personnel les renseignements ainsi obtenus sur le marché des valeurs mobilières, avant de révéler ces informations à ses lecteurs dans des articles consacrés aux mêmes sociétés.

Le tribunal relève tout d'abord qu'un journaliste financier est professionnellement chargé de suivre la marche technique, commerciale et financière des sociétés. Il constate que les enquêtes menées à cet effet amènent celui-ci à rencontrer des personnes disposant d'informations privilégiées. Il considère qu'en conséquence un tel journaliste doit être rangé dans la catégorie des personnes qui, du fait de leurs activités professionnelles, ont accès à des informations privilégiées sur les sociétés.

Le jugement examine ensuite la nature des informations recueillies et diffusées par le journaliste poursuivi. Il remarque que les articles de celui-ci comportent non seulement des renseignements déjà divulgués dans la presse financière ou par les publications obligatoires au *Bulletin des Annonces légales obligatoires* mais aussi des informations encore inconnues du public. Ces dernières informations, de l'avis du tribunal, n'ont pu être obtenues qu'au cours de rencontres de ce journaliste avec les dirigeants des sociétés concernées.

Le tribunal constate enfin qu'avant la parution de ses articles, le journaliste a acheté un certain nombre de titres de sociétés sur lesquelles il s'apprêtait à attirer l'attention de ses lecteurs, sachant que les renseignements confidentiels et favorables qu'il allait publier ne pouvaient que provoquer des achats sur un marché relativement étroit et déterminer une hausse. Le jugement relève enfin que ce journaliste, postérieurement à la parution de ses articles, a revendu les mêmes titres en réalisant un bénéfice. Celui-ci a été condamné à deux mois d'emprisonnement avec sursis.

Les 15 et 19 octobre 1976, quatre nouvelles décisions importantes ont été rendues par le tribunal.

Les trois premières concernent trois personnes qui avaient réalisé sur le marché boursier plusieurs opérations en exploitant les informations relatives à un accord intervenu le 4 mai 1972 entre les sociétés Carrefour et Allobroge en vue de l'exploitation en commun d'un hypermarché.

Il s'agissait, d'une part, d'un attaché de direction chargé des questions juridiques de la Société Carrefour, d'autre part, d'un conseiller technique de la Société Allobroge, enfin du dirigeant d'une société d'architecture chargé par la Société Carrefour de la construction de magasins à grande surface.

La première personne a été condamnée à 10 000 francs d'amende, la seconde à trois mois d'emprisonnement avec sursis et 5 000 francs d'amende et la troisième à six mois d'emprisonnement avec sursis et 20 000 francs d'amende.

Les décisions du tribunal sont particulièrement significatives ; elles donnent en particulier une définition précise des éléments constitutifs du délit.

En ce qui concerne la qualité de la personne punissable, on rappellera que l'ordonnance du 28 septembre 1967 a distingué deux catégories « d'initiés ». Il s'agit, d'une part, des dirigeants des sociétés concernées qu'elle énumère (présidents directeurs généraux, membres du directoire, administrateurs, membres du conseil de surveillance), d'autre part, de toute autre personne qui à l'occasion de l'exercice de sa profession ou de ses fonctions, aura eu accès à des informations privilégiées.

En l'espèce, les personnes condamnées entrent dans la seconde catégories « d'initiés » car, pour deux d'entre elles, c'est à l'occasion de l'exercice de leurs fonctions de cadres supérieurs dans les sociétés intéressées et, pour la troisième, c'est à l'occasion de l'exercice de sa profession de dirigeant d'une société appelée à travailler en collaboration étroite avec l'une des sociétés contresignataires de l'accord que ces personnes ont recueilli les informations dont elles ont fait usage.

En ce qui concerne l'élément matériel de l'infraction, le tribunal a jugé que l'acquisition d'informations privilégiées peut résulter d'un fait matériel même fortuit ou d'une confiance dès l'instant où l'un ou l'autre concerne la marche technique, commerciale ou financière d'une société et est intervenu à l'occasion de l'exercice d'une profession. En l'espèce, la connaissance de l'accord entre les sociétés Carrefour et Allobroge pouvait se déduire, d'après le tribunal, pour les prévenus à la fois de la nature de leurs fonctions et des conditions dans lesquelles ils ont effectué les opérations de bourse. L'un d'entre eux a utilisé notamment un emprunt de 480 000 F pour financer l'achat de ses titres.

Pour ce qui est de l'exploitation des informations privilégiées, la juridiction précise qu'elle doit être réprimée dès lors qu'elle est faite avec la conscience de ce que celles-ci sont ignorées du public. Elle constate en l'espèce que les prévenus savaient qu'ils disposaient pour un bref délai de renseignements confidentiels et les ont utilisés.

Le tribunal précise qu'il n'est pas nécessaire de rechercher si le prévenu a eu une intention spéculative. Il souligne qu'il n'y a pas lieu de rechercher si l'opération a été réalisée en vue de procurer un gain, le profit éventuel n'étant pris en considération que pour déterminer le montant de l'amende. L'un des prévenus a d'ailleurs été condamné alors qu'il n'avait pas revendu les actions qu'il avait acquises.

Par un dernier attendu de grand intérêt, le tribunal fixe la portée de la réglementation de l'article 10-1 de l'ordonnance de 1967. Il précise que la loi n'a pas créé une interdiction qui aurait pour conséquence de mettre obstacle d'une manière permanente à la question de portefeuilles ; mais dans le but de mieux assurer l'égalité entre les partenaires du marché boursier, elle impose une obligation d'abstention aux personnes

initiées pendant la période précédant la révélation des informations au public et cela sous le contrôle de la Commission des opérations de bourse dont l'avis est obligatoire en cas de poursuite.

La quatrième décision rendue le 19 octobre 1976 condamne un administrateur de la Société Kali Sainte-Thérèse à la peine de dix mois d'emprisonnement avec sursis et 50 000 francs d'amende et le directeur d'une banque faisant partie du même groupe que la société susvisée à la peine de dix mois d'emprisonnement avec sursis et 25 000 francs d'amende.

La première de ces personnes était un dirigeant de société que l'article 162-1 de la loi du 24 juillet 1966 définit comme relevant de la première catégorie d'initiés. La seconde entre dans la catégorie des personnes qui, à l'occasion de leurs fonctions, peuvent avoir accès à des informations privilégiées sur la marche technique, commerciale et financière d'une société.

Ces deux personnes avaient réalisé plusieurs opérations sur le marché boursier avant l'annonce faite au public par la société, le 7 mai 1973, d'une augmentation du dividende et d'une double augmentation de capital.

II. — LES OFFRES PUBLIQUES ET LES MAINTIENS DE COURS APRES CESSIONS DE BLOCS DE CONTROLE

Quinze offres publiques ont été présentées en 1976 suivant la procédure normale (cf. tableau joint à l'annexe XII). L'une d'elles ayant porté à la fois sur les actions et les obligations convertibles d'une même société, ce sont, comme l'an dernier, quatorze sociétés qui ont été concernées dont la moitié ont leurs actions négociées sur des bourses de province. Comme en 1975 également, un équilibre s'établit entre offres d'achat et offres d'échange. Cette stabilité n'est toutefois qu'apparente si l'on considère, par exemple, que quatre offres publiques d'achat ont simultanément été lancées sur quatre sociétés d'un même groupe en vue d'une simplification des structures de celui-ci.

Toutes les offres, qui avaient généralement l'accord des dirigeants des sociétés qui en étaient l'objet, ont eu en 1976 une suite positive. Cela n'a rien de surprenant puisque ce sont précisément des motifs de restructuration ou de renforcement de contrôle qui ont présidé à 80 p. 100 des opérations intervenues. Dans sept cas, l'initiateur de l'offre détenait en effet déjà la majorité des actions des sociétés visées et dans trois cas une forte participation. Dans un autre cas, plus original, la procédure d'offre publique a été utilisée par les principaux actionnaires d'une société d'investissement qui allait se transformer en société de portefeuille de droit commun, pour proposer aux autres actionnaires de cette société d'échanger leurs titres contre ceux d'une S.I.C.A.V.

Alors qu'en 1975, toutes les offres avaient porté sur la totalité des actions des sociétés visées, en 1976, deux opérations ont concerné une partie du capital, l'initiateur de l'offre annonçant au départ la quantité maximale de titres qu'il accepterait de prendre. Dans le premier cas, la société qui proposait l'offre ne s'engageait que pour 60 p. 100 du capital et dans le second pour 30 p. 100 seulement puisqu'elle en détenait, il est vrai, déjà 34,7 p. 100. Les offres de cette nature posent aux porteurs des problèmes dont il est question ci-dessus (cf. p. 42).

Si les offres publiques présentées suivant la procédure normale ont été en fait relativement peu nombreuses en 1976, les offres simplifiées se sont par contre sensiblement développées. Elles ont été au nombre de quatorze dont treize O. P. A. et une O. P. E. contre cinq en 1975. Sauf dans un cas où l'offre concernait les actions d'une société cotée officiellement sur une place de province, elles n'ont visé que des valeurs négociées hors cote, dont sept à Paris et six en province.

Il a été décidé en 1976 d'expérimenter pour la première fois une procédure d'offre publique de vente à un prix fixe afin d'ouvrir plus largement au public la Société Electro Banque à l'occasion de l'admission de ses actions à la cote officielle (cf. p. 66).

La procédure de maintien de cours pendant quinze séances de bourse au moins, rendue obligatoire depuis mars 1973 chaque fois qu'un bloc de contrôle est cédé, a été appliquée vingt-neuf fois en 1976 contre trente et une fois en 1975. Elle a concerné en majorité des titres négociés sur un marché hors-cote, dans douze cas à Paris et dans quatre cas en province. Les treize autres fois, elle a été utilisée pour des valeurs inscrites à la cote officielle : huit à Paris dont une négociée à terme et cinq en province.

Cette procédure est intervenue en 1976 le plus fréquemment à la suite d'une cession d'un bloc de titres donnant au cessionnaire la majorité absolue d'une société dont il ne détenait auparavant aucune action. Mais son application ne se limite pas à ces cas évidents de changement de contrôle. Elle a aussi été utilisée cette année six fois lorsque le bloc de titres permettait à l'acquéreur d'augmenter sa participation antérieure pour atteindre le contrôle absolu de la société.

Elle a également été appliquée dans six autres cas où le bénéficiaire du bloc, bien que ne parvenant pas à la majorité, obtenait une participation d'une importance telle qu'elle lui assurait le contrôle de fait de l'entreprise, ceci souvent en raison de la forte dispersion du reste du capital. En l'occurrence, l'actionnaire principal est chaque fois devenu majoritaire à l'issue de la période de maintien de cours à cause des achats qu'il a été amené à effectuer durant celle-ci.

Dans quatre cas qui ont revêtu un caractère particulier, la procédure du maintien de cours a été appliquée bien que l'acquéreur du bloc de titres contrôlât déjà la société émettrice. En fait, celui-ci désirait obtenir le plus de titres possible et l'échange du bloc lui a donné l'occasion de désintéresser les petits porteurs.

L'examen des dossiers soumis à la Chambre syndicale ou à la Commission lorsque sa décision générale du 27 février 1973 s'applique, l'instruction des plaintes ou des demandes de renseignements dont celle-ci est saisie contribuent à enrichir les critères retenus pour déterminer le seuil, non défini avec précision dans la réglementation, à partir duquel la quantité de titres cédés peut être qualifiée de bloc de contrôle. Quand la transaction porte sur moins de 50 p. 100 du capital, seule circonstance où le doute est permis, les autorités boursières apprécient ce seuil en tenant compte du cours auquel est réalisée la négociation, de la répartition dans le public du capital de la société visée et du nombre d'actions dont l'acquéreur est déjà directement ou indirectement propriétaire. Mais d'autres éléments sont pris en considération parmi lesquels un changement éventuel dans la direction ou la gestion d'une entreprise.

Ces considérations ont conduit à juger que l'acquisition par la Société Générale des Eaux Minérales de Vittel, en octobre 1976, d'un paquet de titres Ricqlès-Zan portant sa participation dans cette société de 25 à 34 p. 100 n'entraînait pas à elle seule un changement de contrôle. Elles ont conduit aussi à ne pas suivre le raisonnement du président de la Société des Faïenceries de Lunéville, Badonviller et Saint-Clément, actionnaire important mais minoritaire des Faïenceries de Sarreguemines, Digoïn et Vitry-le-François, qui estimait que le groupe majoritaire avait, en acquérant 4 000 actions de cette société représentant 2,7 p. 100 de son capital par une application enregistrée en bourse le 28 octobre 1976, porté sa participation à 51,30 p. 100 et devait en conséquence permettre aux autres actionnaires de se retirer.

Les autorités boursières ont considéré, après avoir procédé aux investigations nécessaires, que la participation de 51,30 p. 100 invoquée par les Faïenceries de Lunéville se composait en fait de titres détenus par différentes familles et sociétés et qu'il n'y avait pas au sein des Faïenceries de Sarreguemines un véritable groupe de contrôle. En effet, lorsque plusieurs groupes familiaux ou financiers siégeant au conseil d'administration d'une société s'accordent pour soutenir la politique de son président sans qu'il y ait entre eux de liens ou de conventions de nature particulière, l'entente qui caractérise leur relation ne permet pas de conclure à l'existence d'un contrôle unique. Aussi, en cas d'achat d'un paquet de titres par l'une ou plusieurs des composantes de cette communauté d'intérêts, l'application de la réglementation ne peut-elle être envisagée de la même façon que si un acquéreur prenait à lui seul le contrôle de la société.

Un cas assez semblable s'est présenté à l'occasion du renouvellement du conseil d'administration de la Société Guitel-Etienne Mobilor en juin 1976. La question s'est posée de savoir si, à la suite de l'acquisition de plusieurs petits paquets d'actions, deux administrateurs n'avaient pas pris, avec chacun une participation de l'ordre de 20 p. 100, le contrôle de l'entreprise, mais l'existence d'aucun lien entre eux n'a été établie.

Bien entendu, les autorités boursières appréciant l'opportunité d'un maintien de cours en fonction de données qui peuvent être modifiées ultérieurement, elles suivent attentive-

ment, lorsque la procédure n'a pas été appliquée lors de l'échange d'un bloc de titres, l'évolution de la structure du capital des sociétés en cause, afin que l'intérêt des actionnaires minoritaires soit sauvegardé dans l'avenir.

La plupart des cessions de blocs de titres qui ont eu lieu en 1976 ont été faites à un prix supérieur au niveau des cours de bourse avant l'opération. La différence a parfois été très importante : après élimination des cas non significatifs, la moyenne des décalages se situe à 40 p. 100 environ au-dessus du dernier cours coté. La cession s'est toutefois effectuée à un prix égal ou légèrement inférieur, de l'ordre de 5 p. 100, au dernier cours de bourse dans sept cas et sensiblement en-dessous de celui-ci dans deux cas.

Le premier, qui est très particulier et qui a résulté de la mise en œuvre de la décision générale de la Commission du 27 février 1973, concerne la cession, en mai 1976, par International Telephone and Telegraph (I.T.T.), de la majorité de sa filiale française Le Matériel Téléphonique (L.M.T.) à Thomson-C.S.F. Le prix de revient des actions L.M.T. dans cette opération s'établissait aux environs de 1 600 francs pour un cours de bourse de 1 800 francs approximativement. Mais cette vente, du fait qu'elle n'était qu'un des éléments d'un contrat d'ensemble, n'a pas été réalisée sur le marché boursier ainsi que le permettent les dispositions de l'article 16 de la loi du 23 décembre 1964. Néanmoins, la Société Thomson-C.S.F. s'était engagée publiquement à intervenir sans limitation à hauteur de 1 600 francs si, durant les quinze séances de bourse qui suivaient le changement de contrôle, le cours de l'action L.M.T. venait à baisser à ce niveau. Le maintien de cours visait à prémunir les actionnaires minoritaires contre le risque de ne pas bénéficier du prix obtenu par le cédant du bloc. En la circonstance, il n'a pas eu à s'exercer puisque, pendant la période concernée, le cours coté a toujours été au-dessus de 1 800 francs, les titres vendus ne représentant qu'une très faible partie du capital.

Néanmoins, la Commission a reçu, au sujet de cette affaire, des plaintes qui dénotent une mauvaise compréhension de la réglementation applicable en la matière. En effet, certains actionnaires de L.M.T., inquiets du niveau auquel le maintien de cours était annoncé, lui ont écrit pour demander que les porteurs puissent conserver leurs titres. Comme la Commission l'a souligné dans son précédent rapport (p. 104), c'est une faculté de retrait qui est offerte aux actionnaires en pareil cas et ceux-ci sont libres de l'exercer ou non. Il va de soi que si le contrôle de leur société est pris par une entreprise dynamique et qu'ils espèrent une valorisation de leurs titres dans l'avenir, ils ont intérêt à les conserver pour rester dans l'orbite du nouveau groupe.

Un deuxième exemple de changement de contrôle à un prix convenu inférieur au cours de bourse est celui des Etablissements Ungemach. La cession ayant été réalisée contrairement au cas de L.M.T. selon la procédure habituelle de l'application en bourse, à un prix inférieur de 20 p. 100 au dernier

cours coté, elle a provoqué, avec le maintien du cours qui l'a suivie, une baisse durable des cours. Cet inconvénient a déjà été noté dans le précédent rapport (cf. p. 105). Comme le cours de l'action Ungemach avait monté de 55 p. 100 durant le mois qui a précédé l'annonce de la cession, il était permis de penser que cette hausse avait été en grande partie provoquée par des achats spéculatifs sur des rumeurs d'une éventuelle opération financière, ce qui rendait peu significatif le cours ainsi atteint. Il était donc nécessaire qu'un maintien de cours au niveau du prix de cession puisse être instauré. Le maintien de cours fut, en définitive, assez efficace, puisque 36 p. 100 des titres qui étaient dans le public ont été alors vendus. Quoiqu'il en soit, il faut rappeler que la procédure du maintien de cours est une faculté de retrait offerte aux actionnaires qui sont seuls juges de l'opportunité de l'exercer.

En général, les actionnaires minoritaires ont largement profité de la possibilité de vendre leurs titres qui leur était donnée. Dans quinze cas, en effet, plus de 70 p. 100 des actions qui étaient détenues par le public ont été cédées durant la période de maintien de cours. Cette attitude est compréhensible lorsqu'à la suite de la négociation d'un bloc de titres le nombre d'actions qui restent entre les mains des minoritaires est très faible, ou lorsque la cession a lieu à un prix très élevé sans commune mesure avec le cours habituel de l'action en bourse. Toutefois, même dans les neuf cas où il n'y avait pas d'écart en hausse, les actionnaires ont été très nombreux à présenter leurs titres. Afin d'éviter que l'annonce d'un maintien de cours n'incite systématiquement les minoritaires à vendre leurs actions, il conviendrait, ainsi que la Commission l'avait déjà souligné en 1975, qu'à l'occasion du changement de contrôle des informations suffisantes soient données sur les perspectives de la société.

Enfin, une utilisation un peu particulière de la procédure a été faite pour permettre aux actionnaires de deux Sicomi du groupe Prétabail — Batibail Sicomi et Cofipa Sicomi — de mobiliser, s'ils le désiraient, leurs titres qui, jusqu'alors, n'étaient pas négociés en bourse. Les actions de ces deux Sicomi ont été inscrites au hors cote à Paris au mois d'août 1976. Puis, un groupe de soutien s'engagea à maintenir le cours des deux titres au niveau de 600 francs pour l'action Batibail et de 850 francs pour l'action Cofipa. Alors que le cours de la première valeur s'est établi rapidement au niveau prévu pour le soutien, le cours de la seconde l'a jusqu'à présent constamment et parfois largement dépassé et un marché relativement actif s'est même créé sur cette valeur (cf. également à ce sujet p. 34).

III. — LA SURVEILLANCE DES NEGOCIATIONS ET LES PLAINTES

La Commission a reçu des plaintes concernant l'exécution d'ordres de bourse, le démarchage et la gestion de portefeuilles.

L'EXECUTION D'ORDRES DE BOURSE

Cette année la Commission a été de nouveau saisie du problème de la négociation des titres amortis et a constaté une nouvelle fois que des délais très longs peuvent s'écouler entre la vente et le moment où il apparaît que le titre n'est pas de bonne livraison. Ces délais sont la source d'un préjudice direct pour le vendeur lorsque le cours du titre s'est élevé entre les deux dates.

En effet, les banques et les charges d'agents de change sont tenues de vérifier les tirages d'amortissement pour les titres qui sont en dépôt dans leur conservation. Mais tout intermédiaire qui, par erreur, a négocié un titre amorti dont il n'est pas dépositaire peut se retourner contre le vendeur et lui réclamer la différence entre le prix de vente du titre amorti et le prix de rachat d'un titre régulier auquel l'acheteur a droit. Il importe donc que les porteurs qui remettent des titres aux guichets d'un établissement pour les vendre en bourse soient bien conscients de leur responsabilité au cas où ceux-ci se révéleraient ultérieurement de mauvaise livraison. Pour s'assurer que leurs titres ne sont pas amortis, ils ont la possibilité d'interroger directement les émetteurs. Ils peuvent aussi demander à l'établissement auquel ils remettent leurs titres de procéder aux vérifications nécessaires, avant la vente, moyennant éventuellement le paiement d'une commission. Pour bien faire, il faudrait que dans tous les cas les établissements les informent clairement des risques qu'ils encourent et prennent l'initiative de leur proposer de vérifier que les titres sont de bonne livraison.

LE DEMARCHAGE

La Commission a reçu des plaintes nombreuses concernant le démarchage : il s'agit de plaintes portant soit sur des affaires déjà examinées l'année précédente, soit sur des affaires nouvelles.

En ce qui concerne les affaires déjà évoquées l'année précédente (rapport 1975, pages 108, 109), la Commission a reçu de nouvelles plaintes concernant l'acquisition de titres émis par les sociétés canadiennes de mines d'or : Malartic Hygrade et Twentieth Century Explorations. A l'heure actuelle, la Commission a reçu environ quatre-vingts plaintes portant sur des

souscriptions d'un montant d'environ 1,2 million de francs. L'instruction de cette affaire suit son cours au Canada, et la Commission reste en rapport avec la Commission des valeurs mobilières du Québec mais n'a reçu à ce jour aucun élément d'information important.

D'autre part, la Commission a reçu une lettre en provenance des Bahamas et signée du président de la Société Interstate Investments qui prétend justifier les conseils de gestion donnés aux lecteurs de son bulletin. En réponse, la Commission a proposé en vain au signataire de la lettre de l'entendre lui-même ou l'un de ses représentants.

Cette société poursuit la diffusion en France de son bulletin d'information et propose à ses lecteurs de gérer leur portefeuille de valeurs mobilières. Plusieurs correspondants ont indiqué que de telles propositions leur avaient été faites par des circulaires adressées à leur domicile, par des coups de téléphone et certains ont même reçu des bulletins proposant la souscription de parts de fonds communs de placement. Ces envois qui sont des faits nouveaux paraissent constituer des actes de démarchage interdits par les dispositions de l'article 5 de la loi n° 72-6 du 3 janvier 1972 relative au démarchage sur les valeurs mobilières. Le ministre de l'économie et des finances a ouvert une enquête sur cette affaire et l'autorité judiciaire est également saisie.

La Commission avait indiqué dans ses rapports précédents qu'une société étrangère, la Société Wolfer International Ltd., s'était livrée à des activités de démarchage illicite pour le placement de titres étrangers (cf. rapport 1975, page 109). L'instruction suit son cours en liaison avec la Commission qui a été amenée à transmettre de nouvelles plaintes ; celles-ci concernent deux démarcheurs et deux agents de change qui ont transmis des ordres portant sur ces valeurs.

En ce qui concerne les affaires nouvelles, la Commission a reçu des plaintes mettant en cause une société de gestion de portefeuilles étrangère : la Société Sogefinance.

De l'examen des faits signalés à la Commission, il résulte que cette société, dont le siège social est en Suisse, s'est fait accorder des mandats de gestion grâce à de la publicité dans la presse et à l'envoi de démarcheurs au domicile des particuliers. Elle a notamment profité de ces mandats pour acquérir pour le compte de ses clients des titres d'une société étrangère sans aucune notoriété qui sont actuellement presque sans valeur. La Commission a constaté qu'en ayant une activité de gérant de portefeuilles, cette société avait pris la qualité d'auxiliaire de la profession boursière, sans avoir reçu l'autorisation préalable exigée par la loi du 21 décembre 1972, d'autre part, en faisant des offres de service au domicile de particuliers, avait contrevenu aux dispositions relatives au démarchage financier. La Commission a alerté le ministre de l'économie et des finances sur ces faits ; le parquet est également saisi.

Dans son rapport annuel pour 1974, la Commission des opérations de Bourse avait annoncé la transmission à l'autorité judiciaire d'un dossier relatif à des actes de démarchage illicite.

Un démarcheur avait en effet utilisé la carte professionnelle qui lui avait été délivrée par l'établissement financier dont il relevait pour faire des opérations pour son propre compte, notamment en persuadant des particuliers de lui confier des fonds qu'il faisait déposer auprès d'une charge d'agent de change et qu'il gérait lui-même. Il a ainsi dilapidé en quelques mois 60 000 F appartenant à l'un de ses clients.

Le 1^{er} juin 1976, un jugement du tribunal correctionnel a été rendu sur cette dernière affaire. Le tribunal a relevé que le démarcheur avait utilisé la carte délivrée par l'établissement financier qui l'employait à des opérations qui n'étaient pas celles pour lesquelles il avait reçu des instructions expresses. Il a considéré qu'en conseillant ces opérations, le démarcheur s'était rendu coupable de démarchage illicite et avait causé un préjudice certain à son client. Le démarcheur a été condamné à huit mois d'emprisonnement avec sursis et à indemniser son client ; l'établissement financier a été déclaré civilement responsable de la faute de son salarié mais il a fait appel de cette décision.

LA GESTION DE PORTEFEUILLE

Bien qu'elle ait reçu moins de plaintes que l'année dernière, la Commission constate que les mandats de gestion de portefeuilles soulèvent toujours divers problèmes, que ces mandats soient confiés à des agents de change, à des remisiers indépendants ou à des banques.

La gestion de portefeuilles par les agents de change.

Il existe actuellement dans le règlement général de la Compagnie des agents de change, des dispositions relatives à la gestion de portefeuilles qui avaient été souhaitées par la Commission pour résoudre les problèmes rencontrés antérieurement. Mais des difficultés continuent à apparaître dans leur application, notamment en ce qui concerne le destinataire, la forme du mandat et les opérations effectuées dans le cadre du mandat.

Le destinataire du mandat.

L'article 217 du règlement général prévoit que : « seul dans sa charge, l'agent de change peut recevoir mandat de gérer un portefeuille de valeurs mobilières. Les collaborateurs appointés d'un agent de change ne peuvent recevoir d'un donneur d'ordre ni mandat de gérer un portefeuille de valeurs mobilières ni procuration pour donner des ordres de bourse ».

Compte tenu de la clarté de cette disposition, la circonstance qu'un mandat donnant pouvoir à un agent de change précise que « les ordres seront initiés et suivis » par un collaborateur désigné de la charge, ne saurait libérer l'agent de change de la responsabilité de cette gestion.

Si, comme deux plaintes l'ont fait apparaître, des fondés de pouvoir ou des commis font signer des mandats sur papier libre, mandats qu'ils s'étaient fait donner en raison de leurs fonctions dans la charge à l'insu de l'agent de change, la charge pourrait voir également sa responsabilité engagée du fait des irrégularités commises par ses employés. Dans ces deux affaires, les commis ont proposé une indemnisation aux clients qui avaient subi un préjudice à la suite d'une gestion malheureuse

La forme du mandat.

L'article 211 du règlement général de la Compagnie des agents de change précise que le mandat de gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières confié à un agent de change doit toujours faire l'objet d'un acte écrit. C'est à cette condition seulement que peut s'appliquer l'article 216 du même règlement, selon lequel toute opération affectant le compte du mandant est présumée avoir été faite à l'initiative du mandataire ; si le titulaire du compte veut intervenir lui-même dans la gestion, il doit confirmer ses initiatives par écrit et en cas de désaccord sur l'ensemble de la gestion il a bien entendu la faculté, comme l'agent de change, de résilier le mandat. En l'absence de mandat écrit, chaque opération est présumée avoir été faite à l'initiative du titulaire du compte et, si le client veut contester des opérations, il doit protester dès la réception des « avis d'opéré ».

Les opérations effectuées dans le cadre du mandat.

Selon l'article 211 du règlement général de la Compagnie des agents de change, le mandat « précise la nature des opérations dont l'initiative est laissée à l'agent de change, les modalités de fonctionnement du compte et de rémunération du gestionnaire convenues entre les parties ».

D'autre part, l'article 212 ajoute que « sauf stipulation contraire soumise à la Chambre syndicale, seules sont autorisées dans le cadre d'un mandat de gestion les négociations au comptant et les négociations à terme constituant des opérations de comptant différé, couvertes intégralement selon le cas, par le montant du solde créditeur du client s'il s'agit d'un achat ou par les titres à livrer s'il s'agit d'une vente ».

Par conséquent, seule une autorisation explicite comprise dans le mandat permet au mandataire d'effectuer des opérations à découvert, de reporter des positions, de réaliser des opérations conditionnelles et toutes opérations ayant un caractère spéculatif marqué.

Pourtant deux affaires soumises à la Commission ont fait apparaître une utilisation des mandats pour faire des opérations autres que celles prévues à l'article 212 alors qu'aucune clause particulière du mandat ne les autorisait. Dans ces deux cas les agents de change bénéficiaient d'une procuration leur don-

nant pouvoir de passer tous ordres de bourse pour le compte de leur client. Ce genre de procuration ne peut s'analyser autrement qu'en un mandat général de gestion soumis aux dispositions du règlement général.

Dans la première affaire, la Commission a constaté qu'une charge ayant reçu mandat de gérer trois comptes appartenant aux membres d'une même famille n'avait pendant un an effectué aucune opération sur ces comptes puis avait effectué des achats à terme, à la demande du client, en février 1973. Mais la majeure partie de ces positions a été reportée jusqu'en juillet 1975 malgré les protestations du mandant qui a finalement dénoncé la procuration qu'il avait donnée. Les résultats de cette gestion se sont soldés par une perte de 80 000 F environ sur chacun des trois portefeuilles. Bien qu'il se fût agi d'un mandat ancien, la charge n'aurait pas dû, après l'entrée en vigueur des dispositions précitées en août 1973, et en l'absence de clause spéciale l'y autorisant, effectuer d'autres négociations à terme que celles prévues à l'article 212 du règlement.

En outre, les positions à terme prises pour deux des comptes n'étaient même pas couvertes dès le début de 1974 et la charge a laissé débiteurs pendant plusieurs mois les trois comptes, alors que ces débits n'étaient pas imputables à des retraits des clients mais à la conséquence des opérations à terme effectuées. Les protestations écrites du mandant au sujet des résultats déficitaires des opérations à terme auraient dû inciter la charge à dénouer ces dernières aussitôt que possible et non pas à les reporter indéfiniment ce qui a aggravé la situation en raison des frais supplémentaires provoqués par les reports. La Commission a estimé qu'une telle attitude de la charge constituait une faute de nature à mettre en cause la responsabilité civile du gestionnaire.

Dans une autre affaire, un agent de change a fait des opérations de vente à découvert pour le compte d'un client, opérations qui ont entraîné des pertes et qui étaient irrégulières pour n'avoir été autorisées par aucune clause spéciale du mandat.

La gestion de portefeuilles par des remisiers.

Deux problèmes méritent d'être signalés :

Tout d'abord, la confusion entre la situation de remisier indépendant et de collaborateur salarié d'une charge continue dans certains cas à exister.

Un ancien commis retraité d'une charge devenu remisier indépendant a pu laisser croire à une cliente de cette charge, qui y avait ses fonds déposés depuis longtemps, qu'il continuait à agir comme salarié de l'agent de change. Il a pu ainsi se faire remettre des fonds par la cliente en lui signant des reçus sur des papiers au timbre de la charge, alors qu'un remisier ne peut détenir des fonds. En la circonstance, le remisier avait placé les fonds dans son propre compte et l'agent de change est intervenu pour les faire reverser au compte de la cliente. En pareil cas, il paraît donc souhaitable que l'agent de change annonce qu'un

collaborateur de sa charge a pris sa retraite et que soient appliquées les dispositions d'ordre matériel prévues par l'article 219 du règlement général : « si un bureau est mis à la disposition du mandataire dans les locaux d'une charge d'agent de change l'attention du public doit être attirée par une plaque apposée sur la porte indiquant que ce bureau est réservé au mandataire ; une affiche apposée à l'intérieur du local doit préciser expressément que le mandataire n'agit pas en qualité de préposé de l'agent de change et que ses opérations n'engagent pas la responsabilité de ce dernier ». A défaut de ces précautions, on doit considérer que la responsabilité de l'agent de change en ce qui concerne les opérations réalisées par le remisier reste engagée dans les mêmes conditions que pour un employé de sa charge.

D'autre part, la Commission a constaté dans plusieurs affaires que les agents de change concernés ne prennent pas connaissance du contenu de la convention de gestion entre un client et un remisier qui leur apporte des affaires.

L'article 220 du règlement prévoit pourtant : « l'agent de change, dépositaire des fonds et titres appartenant au titulaire du compte, s'assure que les opérations dont l'exécution lui est demandée sont conformes au mandat donné (au remisier) ».

Pour permettre la mise en œuvre de ce contrôle, l'article 218 dispose : « lorsqu'une personne confie à... (un remisier) le soin d'effectuer des opérations à son nom et pour son compte, le mandat qu'elle donne à cet effet fait l'objet d'un acte écrit, établi sur papier non revêtu du timbre de la charge. Un exemplaire de cet acte est remis à l'agent de change.

« L'acte précise la nature des opérations dont l'initiative est laissée au mandataire. Il mentionne, en outre, expressément que la personne agit comme mandataire et non comme représentant de l'agent de change. »

Dans les affaires concernant des remisiers, il apparaît que les actes examinés par la Commission et destinés à l'agent de change étaient des mandats très généraux et permettaient de passer tous ordres de bourse.

Dans certains cas, le remisier a indiqué à la Commission que, comme par le passé, le client signait une procuration remise à l'agent de change et d'autre part signait un mandat de gestion comportant les précisions sur la manière de gérer et sur la rémunération du mandataire mais aucune copie de cette convention n'avait, selon lui, à être remise à l'agent de change.

Dans de telles conditions, l'agent de change ignore le type d'opérations autorisé par le mandat et n'a aucun moyen de s'assurer que les ordres passés par le remisier sont conformes au mandat. En s'appuyant sur cette obligation de contrôle du mandat, les agents de change devraient exiger qu'une copie de tous les actes confiant la gestion au remisier leur soit communiquée.

La gestion de portefeuille par les banques.

Comme il n'existe pas pour les banques une réglementation du mandat de gestion de portefeuilles analogue à celle qui existe pour les agents de change, les banques pratiquent généralement le mandat tacite. Ce système a les avantages de la souplesse et peut fonctionner parfaitement s'il existe des relations de confiance entre la banque et son client, toutefois il présente les inconvénients signalés plus haut de l'impossibilité d'établir que c'est l'intermédiaire qui a passé l'ordre et oblige le client mécontent à contester chaque opération dès réception de l'avis d'opéré, et la responsabilité de la banque est difficile à mettre en cause.

Il est arrivé toutefois que dans certains cas de mandat tacite, la banque ait reconnu que sa responsabilité était engagée : dans une affaire par exemple, la Commission a relevé des opérations nombreuses effectuées sur un marché étranger pour lesquelles les avis d'opéré étaient tardifs et ne permettaient pas au client de constater les pertes résultant des opérations. En effet, le montant des commissions prélevé qui est plus important lorsque la négociation intervient sur un marché étranger, n'était pas mentionné si bien que les opérations qui pouvaient apparaître comme légèrement avantageuses étaient en réalité perdantes ; en outre, les règles sur la couverture des opérations à terme n'avaient pas été respectées et la banque avait consenti une avance à son client pour faire ces opérations qui ont abouti à accroître le montant du solde débiteur de 55 000 francs. Sur intervention de la Commission, la banque a proposé un règlement amiable de l'affaire.

Un autre cas très particulier concerne le choix des placements faits par le mandataire. Ayant bénéficié d'un placement privé réservé uniquement à des investisseurs institutionnels et portant sur des titres non négociables sur un marché, une banque a cru pouvoir placer ces titres dans ses comptes gérés. La banque oppose à certains titulaires de compte qui se plaignent de ce placement qu'il s'agit du risque de tout investisseur. Cette position est critiquable alors que la banque n'ignorait pas que les titres ainsi placés n'étaient pas négociables et que le mandant n'aurait pu les acquérir lui-même.

ANNEXES

ANNEXE I

COMPOSITION DE LA COMMISSION (1)

Président.

M. Donnedieu de Vabres (Jean), conseiller d'Etat.

Membres.

M. Porre (Gilbert), conseiller à la Cour de cassation.

Premier mandat du 1^{er} janvier 1975 au 31 décembre 1978.

M. Defossé (Gaston), directeur général honoraire de la Banque nationale de Paris.

Premier mandat du 1^{er} janvier 1975 au 31 décembre 1978.

M. Pineau (Jean), vice-président directeur général de la société L'Air liquide.

Premier mandat du 1^{er} janvier 1977 au 31 décembre 1980.

M. Flornoy (Yves), syndic de la compagnie des agents de change.

Premier mandat du 1^{er} janvier 1977 au 31 décembre 1980.

Commissaire du Gouvernement.

M. Camdessus (Michel), directeur adjoint au ministère de l'économie et des finances (direction du Trésor).

Suppléant.

M. Georges-Picot (Denis), sous-directeur au ministère de l'économie et des finances (direction du Trésor).

(1) Le collège a tenu 27 séances en 1976.

ANNEXE II

ORGANISATION DES SERVICES (1)

(Au 1^{er} avril 1977.)

Secrétaire général.

M. Mourre (Gilbert), inspecteur des finances.

Conseiller technique auprès du secrétaire général : M. Sellato (Jean), inspecteur de la Banque de France, chef du service de l'information.

Relations avec la presse et le public : M. Rechter (Serge), chef du service des études et du développement du marché.

Chargé de mission auprès du secrétaire général : M. Martin-Laprade (Bruno), auditeur au Conseil d'Etat.

Service de l'administration générale.

Service chargé de la préparation du budget de la Commission, de la gestion de son personnel et de sa gestion financière.

M. Calmel (Henri), *administrateur civil, chef de service*.

Le chef du service assure le secrétariat du collège.

Mme Dedieu (Marguerite), *inspecteur du Trésor, adjoint au chef du service et agent comptable de la Commission*.

MM. Loubier (André), Guyot (Gilles), Diner (Alexandre).

Service des placements et cotations.

Décisions relatives à la cotation des valeurs ; bourse de Paris et bourses régionales ; contrôle de l'information et de l'activité des organismes de placements collectifs (S. I. C. A. V. et fonds communs). Participation et actionnariat des salariés. Démarchage financier.

M. Arnoud (Fernand), *chef de service*.

Mme Brun (Andrée), *adjoint au chef du service*.

S. I. C. A. V. :

Mme Bourlioux (Suzanne).

(1) L'effectif du personnel de la Commission, augmenté de 2 unités, est de 85 agents.

Le budget s'est élevé en 1970 à 12 948 237 F.

Introductions à la cote officielle, admissions, radiations :
MM. Blondel (Patrice), Reboul (Jérôme), Mme Ruaux (Martine).

Fonds communs de placement :
Mme Ruaux (Martine).

Actionnariat :
M. Reboul (Jérôme).

Démarchage :
M. Blondel (Patrice).

Inspection.

Relations avec la Bourse : réglementation boursière, surveillance du marché, enquêtes.

M. Benoit (Michel), *chef de l'inspection*.
M. Mallet (Yves), *adjoint au chef de l'inspection*.

Enquêtes :
MM. Fages (Roland) et Leblay (Michel).
Surveillance du marché :
M. Turquet (Marc) et Mlle Chapelain (Agnès).

Service de l'information.

Surveillance et promotion de l'information publiée par les sociétés ; visa des notes d'information.

M. Sellato (Jean), *chef de service*.
M. Montoussé du Lyon (Louis), *adjoint au chef du service*, chargé avec M. Labutte (Michel) des secteurs : sociétés de portefeuille, automobiles, caoutchouc, carrières, constructions navales, imprimeries, matériel électrique, métallurgie, mines, transports.
M. Duvezin-Caubet (Michel), chargé avec Mme Vanel (Marie-Josèphe) et M. de Barbeyrac (Jean-Louis) des secteurs : banques, agriculture, bâtiment et travaux publics, cinémas, docks, magasins, produits chimiques, divers.
M. Lallemand (Michel), *administrateur civil*, chargé avec M. Lemaire (Dominique) des secteurs : sociétés foncières, alimentation, constructions mécaniques, hôtels, pétroles, services publics, textiles.
M. Aschehoug (Jack), chargé du secteur assurances et des sociétés civiles de placements immobiliers. Questions générales.

Division des affaires comptables.

Réglementation comptable, analyse financière, enquêtes sur les comptes des sociétés, rapports avec les commissaires aux comptes.

M. d'Illiers (Bertrand), *chef de la division*.
M. Chaput (Pierre), *adjoint au chef de la division*.
M. Zarka (Georges).
Mlle Lasry (Anne-Marie).

Service juridique.

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 :

M. Bézard (Pierre), *magistrat à l'administration centrale du ministère de la justice, détaché, chef de service.*

M. Martinez (Roland), *magistrat à l'administration centrale du ministère de la justice, détaché, adjoint au chef du service.*

Mme Robert (Marie-Claude).

Mlle de Coninck (Marielle).

Mlle Batusanski (Irène).

Service des études et du développement du marché.

Etudes générales d'ordre économique, fiscal et financier sur les moyens de développer le marché des valeurs mobilières en France et d'améliorer le fonctionnement de la bourse.

Etudes internationales sur le rôle du marché financier.

M. Rechter (Serge), *chef de service.*

M. Fleuriet (Michel).

Mme Mouche (Geneviève).

M. Diner (Alexandre).

Centre de documentation et d'information du public.

Le centre est ouvert au public désirant consulter les publications faites par les sociétés ainsi que les dossiers généraux relatifs au marché financier et à la bourse, en France et à l'étranger.

Mlle Letellier (Brigitte).

ANNEXE III

LES EMISSIONS DE VALEURS MOBILIERES EN 1976 (1)

En 1976, la formation brute de capital fixe (F. B. C. F.), qui mesure l'ensemble des investissements de la nation, a atteint 382 milliards de francs contre 337 milliards de francs en 1975 (2), soit une croissance de 13,4 p. 100 en valeur.

L'évolution du marché financier n'a pas répondu à cette croissance : l'ensemble des émissions d'actions et d'obligations a, au contraire, légèrement fléchi en passant de 52,8 milliards de francs en 1975 à 50,7 milliards de francs en 1976, soit une diminution de 4 p. 100 des sommes brutes fournies par le marché. Certes, ce fléchissement est moins important pour les placements nets, après déduction des amortissements : l'an dernier, les sommes nettes collectées par les agents économiques avaient atteint 42,4 milliards de francs ; en 1976, elles se sont situées à 41,2 milliards de francs, soit une baisse de 2,8 p. 100. Mais, il n'en demeure pas moins que, rapportés au total de la F. B. C. F., les augmentations de capital des entreprises et les emprunts obligataires nets des divers émetteurs ont vu nettement diminuer leur participation au financement de celle-ci : en 1975, le marché financier représentait une forte contribution, de l'ordre de 12,5 p. 100, au financement de la F. B. C. F. (3) ; en 1976, ce rapport serait légèrement inférieur à 11 p. 100 et même de l'ordre de 10 p. 100 si on ne tient pas compte de l'emprunt de 2,5 milliards de francs émis par le Trésor au mois de juin. En outre, alors qu'en 1975, la contribution du marché financier au financement des seuls investissements productifs (4) pouvait être évaluée à 16 p. 100, ce chiffre se situe probablement aux environs de 12,5 p. 100 en 1976. Encore convient-il de noter que si les dépenses d'équipement et de modernisation ont crû à un rythme rapide dans les entreprises nationales, les mauvais résultats de 1975 et l'importance des capacités de production

(1) Les utilisateurs de statistiques de valeurs mobilières sont souvent déconcertés par les divergences de comptabilisation entre les diverses sources émettrices de statistiques. La Commission qui s'appuie traditionnellement sur les chiffres du Crédit lyonnais a cru utile de présenter en addendum à cette annexe une courte note méthodologique explicitant les principales divergences constatées.

(2) Source : Projet de loi de finances pour 1977. Rapport économique et financier. Comptes prévisionnels de la nation pour 1976. Il est à noter que les budgets économiques présentés dans ce rapport sont, pour la première fois, établis dans les concepts du système élargi de comptabilité nationale et s'appuient sur la nouvelle série de comptes nationaux élaborés par l'I.N.S.E.E.

(3) Calcul effectué sur les nouvelles évaluations de la comptabilité nationale.

(4) Après déduction des sommes destinées à financer le logement et les équipements collectifs.

disponibles ont incité les chefs d'entreprises non financières privées à n'accroître que très modérément leurs investissements productifs. Enfin, il est à observer que les divers émetteurs français, entreprises industrielles et institutions financières, publics ou privés, ont plus largement que l'an dernier recouru au marché international des capitaux.

Les catégories d'émissions (1).

Le déséquilibre entre émissions d'actions et emprunts obligataires, maintes fois souligné et analysé par la Commission, ne s'est pas réduit en 1976.

17 p. 100 à peine du total des émissions sur le marché correspondent à des augmentations de capital des entreprises, 83 p. 100 à des emprunts obligataires. En moyenne, les actions avaient représenté 21,4 p. 100 du volume des émissions pendant le VI^e Plan, les obligations 78,6 p. 100.

Les émissions d'actions.

Les émissions d'actions, largement freinées dans un passé récent par des motifs d'ordre fiscal et financier (2), ont plafonné, sinon diminué, en passant de 8,7 milliards de francs en 1975 à 8,5 milliards de francs en 1976. Cette stagnation recouvre deux évolutions de sens contraire :

— les émissions de sociétés qui ne font pas appel public à l'épargne ont sensiblement augmenté en passant de 6,5 milliards de francs à 7,3 milliards de francs, reprenant ainsi une progression interrompue en 1975 et qui est entièrement imputable aux entreprises industrielles et commerciales (3) (4). Toutefois, le niveau atteint reste inférieur à celui de 1973 et surtout de 1974 ; partant, les augmentations de capital des entreprises qui ne font pas appel public à l'épargne contribuent moins au financement de leurs investissements qu'il y a quelques années ;

— les augmentations de capital par appel public à l'épargne ont fortement chuté d'une année sur l'autre. Elles ne se situent qu'à 1,2 milliard de francs contre 2,2 en 1975. Encore convient-il d'observer que cette somme est supérieure au montant recueilli par les seules entreprises cotées (0,9 milliard de francs, montant sensiblement identique [5] à celui de l'an dernier). Sur ce plan, en 1976, la mauvaise conjoncture boursière est venue aggraver les réticences des entreprises cotées

(1) Voir tableaux I et II.

(2) Cf. VIII^e rapport annuel au Président de la République, pages 5 et 6.

(3) Il conviendrait d'y ajouter les parts de S. A. R. L. : 0,9 milliard de francs en 1976 contre 1,1 en 1975.

(4) Les émissions d'actions des sociétés non cotées sont nombreuses. On peut en dénombrer 336 en 1976. Mais elles sont fortement concentrées. Ainsi, 6 émetteurs non cotés ont réuni, avec des opérations d'un montant supérieur à 100 millions, plus d'un milliard sur les quelques 7,5 milliards des entreprises non cotées. Bien entendu, les émissions des sociétés cotées sont également très concentrées.

(5) Sous réserve de la note figurant en (2) du tableau II.

à procéder à des augmentations de capital contre espèces. Pour illustrer la faiblesse des augmentations de capital des sociétés cotées, on peut remarquer qu'en supposant que les ménages aient systématiquement souscrit aux émissions qui leur étaient proposées, l'actionnariat individuel n'a eu la possibilité de s'associer directement à la croissance du patrimoine des entreprises qu'à hauteur de 0,35 milliard de francs environ en 1976. Or, plus de 30 émissions obligataires ont été placées pour des montants unitaires supérieurs à ce chiffre en 1976..

A cet égard, les comparaisons avec l'étranger ne sont guère favorables à la France. Certes, les chiffres fournis par l'O. C. D. E. qui portent sur un ratio « émissions d'actions/P. I. B. » ne sont pas trop décourageants (1). Mais ils ont une portée trop générale pour être réellement significatifs du rôle que jouent les divers marchés financiers nationaux dans le financement des investissements. Sur ce plan, il importe de rappeler les conclusions d'une étude effectuée par le Crédit national et qui concerne notamment la structure du financement des entreprises. Le Crédit national a établi pour plusieurs pays des tableaux « emplois et ressources » des entreprises non financières, en faisant la moyenne des chiffres 1971-1972-1973.

Ainsi, par rapport au total des emplois (2), les émissions d'actions ont représenté :

	Pourcentage.
Grande-Bretagne	2,2
France	3,7
Japon	3,8
Allemagne	7,3
U. S. A.	7,5
Italie	10,3

Or, en 1971, 1972, 1973, les émissions d'actions en France ont atteint au total 25,4 milliards de francs. Pendant la période suivante, 1974, 1975, 1976, elles se sont situées à 26,9 milliards de francs, soit 6 p. 100 seulement de plus en francs courants. C'est dire qu'en termes réels, la situation déjà défavorable à la France, n'a pu que s'aggraver depuis quelques années.

Les mesures proposées par le comité du financement du VII^e Plan et dont certaines ont été reprises dans la loi de finances pour 1977 visaient à y remédier et devraient, en principe, inciter les chefs d'entreprise à augmenter leurs fonds propres ; en effet, les sociétés qui procéderont à des augmentations de capital en numéraire entre le 1^{er} janvier 1977 et le 31 décembre 1980 pourront déduire de leur bénéfice imposable les sommes effectivement allouées à titre de dividendes aux actions émises à l'occasion de ces opérations. Cette faculté, limitée aux cinq années qui suivront l'augmentation de capital

(1) En 1975, dernière année connue, le ratio « émissions d'actions/P. I. B. » était, pour les actions, de : Allemagne 0,6 ; France 0,7 ; Etats-Unis 0,7 ; Japon 0,9 ; Royaume-Uni 1,2 ; Italie 1,5.

(2) Emplois = investissements en actifs fixes + augmentation des stocks + augmentation des créances à court terme + augmentation des titres de placement et de participation + augmentation des prêts à long terme.

et plafonnée à 7,5 p. 100 des capitaux appelés, est réservée aux entreprises cotées en bourse ou admises à la cote officielle dans un délai de trois ans après l'opération. A cet égard, 1977 constituera un test intéressant de l'efficacité de cette disposition, à condition, bien entendu, que la conjoncture boursière ne vienne pas, comme en 1976, contrarier la réalisation des émissions des sociétés cotées.

Les émissions d'obligations convertibles.

Les émissions d'obligations convertibles ont assez fortement baissé de 1975 à 1976 (1,1 milliard de francs, contre 1,4) et ne représentent qu'un peu plus de 2 p. 100 du montant total des capitaux collectés par le marché financier (2,8 p. 100 en moyenne pendant le VI^e Plan). Une dizaine d'entreprises seulement ont eu recours à ce mode de financement, pour des montants généralement très faibles puisque deux entreprises ont recueilli à elles seules 70 p. 100 environ du total.

Les émissions d'obligations classiques.

Le maintien, puis l'augmentation dans les derniers mois de 1976, de taux d'intérêt jugés attrayants en dépit de l'érosion monétaire, le statut fiscal dont elles bénéficient, l'accroissement de la demande de capitaux des institutions financières publiques et privées, l'émission d'un emprunt d'Etat en juin au taux nominal de 10 p. 100, puis celle en octobre de l'emprunt national pour les moyennes et petites entreprises et l'artisanat au taux nominal de 10,60 p. 100, ont maintenu à un niveau élevé le volume de capitaux obligataires fournis par le marché. En se situant à 41,1 milliards de francs en 1976, ils n'ont que légèrement régressé par rapport au niveau record de 1975 (42,7 milliards de francs). En effet, comme on le verra plus loin, les entreprises industrielles et commerciales privées et surtout publiques ont assez largement modéré leur demande de capitaux obligataires sur le marché intérieur en 1976. En outre, on peut penser que la hausse des taux sur le marché monétaire a incité les investisseurs institutionnels à une certaine réserve et que les particuliers ont considéré avec faveur un placement concurrent des obligations d'une durée plus courte et d'un rendement relativement élevé: les bons à intérêt progressif.

Au total, les émissions d'obligations classiques ont représenté 81 p. 100 de l'ensemble des capitaux drainés par les émetteurs, pourcentage identique à celui de 1975 et légèrement supérieur à celui enregistré, en moyenne, pendant la durée du VI^e Plan (76 p.100 environ).

Il est à noter que l'étude précitée du Crédit national chiffre à 3,5 p. 100 la part des émissions d'obligations nettes dans le financement des « emplois » des entreprises non financières. Aux Etats-Unis, cette part est de 10,1 p. 100, au Japon de 1 p. 100 (1) (2).

(1) Les chiffres anglais, allemands et italiens ne sont pas connus

(2) L'O. C. D. E. donne les chiffres suivants pour ce qui concerne le rapport « émissions d'obligations/P. I. B. » en 1975 : Italie 11,4 ; Japon 8,1 ; Royaume-Uni 5,8 ; Allemagne 4,8 ; Etats-Unis 4,2 (1974) ; France 2,7.

Les catégories d'émetteurs. (1).

Les entreprises industrielles et commerciales.

Ces entreprises n'ont recueilli au total que 24 milliards de francs en 1976, soit 20 p. 100 de moins qu'en 1975 (30 milliards de francs). Elles ont drainé 47 p. 100 des sommes totales fournies par le marché contre 57 p. 100 l'an dernier et 50 p. 100 en moyenne pendant la durée du VI^e Plan.

Toutefois, elles ont en outre bénéficié du produit de l'emprunt national pour les moyennes et petites entreprises et l'artisanat (3,5 milliards de francs) réparti entre les institutions financières émettrices.

Les entreprises industrielles et commerciales *privées* se sont davantage financées par augmentations de capital que l'an dernier (7,2 milliards de francs contre 6,6). Cependant, on l'a vu, cette augmentation ne concerne que les entreprises qui ne font pas appel public à l'épargne. Elles ont en outre recouru au marché obligataire à hauteur de 9,5 milliards de francs contre 12,2 milliards de francs en 1975. Les emprunts de groupements ont représenté une importante proportion de cette somme : 3,6 milliards de francs environ. On sait que cette forme de financement permet à la fois aux sociétés cotées de compléter leurs programmes de financement sans avoir directement recours au marché pour des sommes qui, parfois, ne justifient pas un emprunt individualisé, et aux sociétés non cotées d'accéder aux ressources obligataires. En 1976, 280 sociétés ont bénéficié des emprunts de groupements (contre 424 en 1975) dont 249 sociétés non cotées (contre 353 en 1975) (2).

Parmi les plus importantes émissions d'obligations effectuées par les entreprises, on peut citer celles de Michelin et de P. U. K. Il faut également observer que les sociétés d'auto-route et de téléphone ont collecté près de 2,5 milliards de francs. La concentration des émissions d'obligations est très forte puisque cinq établissements ont recueilli la moitié des capitaux fournis directement par le marché aux entreprises (groupements exclus).

Au total, les entreprises industrielles et commerciales privées ont donc recueilli 16,7 milliards de francs, contre 18,8 milliards de francs en 1975. Le fort endettement de certaines entreprises, la modération de la croissance de leurs investissements productifs et corrélativement la hausse probable de leur taux d'autofinancement ne sont, bien entendu, pas sans rapport avec le sensible recul du prélèvement effectué sur le marché.

Les entreprises *publiques* ont, dans une assez large mesure, diminué leur appel au marché obligataire : en collectant 7,3 milliards de francs, leurs émissions ont baissé de près de 35 p. 100 par rapport à 1975 (11,2 milliards de francs) ; E. D. F. (2,3 mil-

(1) Cf. tableaux III et IV.

(2) G. I. P. M. E. exclu.

liards de francs), les P. T. T. (1,7 milliard de francs), la S. N. C. F. (1,2 milliard de francs), y compris les bons à lots), la Caisse nationale des télécommunications (0,8 milliard de francs), les Charbonnages de France (0,5 milliard de francs), Air France (0,4 milliard de francs) et la R. A. T. P. (0,3 milliard de francs) ont trouvé ainsi dans le marché intérieur une partie des ressources dont ces entreprises ont besoin pour à la fois financer la modernisation de leurs équipements et faire face à leur endettement obligataire ancien.

Les institutions financières.

Les institutions financières publiques, semi-publiques et privées ont collecté un peu plus du tiers du total des capitaux fournis par le marché en 1976 contre 28 p. 100 en 1975 et 38 p. 100 en moyenne pendant la durée du VI^e Plan. Au total, elles ont drainé 17,2 milliards de francs contre 14,7 en 1975 (plus 17 p. 100).

Les institutions financières *publiques* ont trouvé dans le marché financier des ressources obligataires légèrement accrues pour exercer pleinement le rôle d'intermédiaire qu'elles jouent entre épargne longue et investissement. Elles se sont procuré 11 milliards de francs par émissions d'obligations contre 9,9 milliards de francs en 1975 (plus 11,1 p. 100). Comme les années précédentes, il s'agit bien entendu d'émissions peu nombreuses mais importantes : ainsi la Caisse nationale de crédit agricole a recueilli près de 4,6 milliards de francs, le Crédit foncier 2,2 milliards de francs, le Crédit national 1,2 milliard de francs, le Crédit hôtelier 0,85 milliard de francs, la Banque française du commerce extérieur 0,75 milliard de francs, et les sociétés de développement régional 0,74 milliard de francs.

En outre, le produit de l'emprunt national pour les moyennes et petites entreprises et l'artisanat (3,5 milliards de francs) a été réparti entre quelques institutions financières (1). Ainsi, au total, celles-ci ont retiré du marché obligataire intérieur une capacité de financement de 14,5 milliards de francs contre 14,9 milliards de francs en 1975 (y compris l'emprunt national pour l'investissement et l'emploi de 5 milliards de francs émis en 1975).

Les institutions financières *privées* ont collecté 6,2 milliards de francs en 1976 contre 4,8 milliards de francs en 1975. Cette progression recouvre une très sensible récession des émissions d'actions (1,3 milliard de francs contre 2,1 milliards de francs en 1975) et une forte augmentation de l'endettement obligataire (4,9 milliards de francs contre 2,7 milliards de francs en 1975). Là aussi quelques gros émetteurs ont concentré l'essentiel des capitaux. Quatre établissements, avec des emprunts d'un montant unitaire supérieur à 300 millions de francs, ont drainé à eux seuls le tiers des capitaux.

(1) S. D. R. ; Crédit hôtelier ; Crédit coopératif ; Crédit national ; Caisse centrale des banques populaires ; Caisse nationale des marchés de l'Etat ; Caisse nationale de crédit agricole et I. D. I. ; le G. I. P. M. E. a également bénéficié d'une part de l'emprunt.

Les administrations.

Hormis l'emprunt d'Etat de juin et l'emprunt national d'octobre qui, on l'a vu, est venu accroître en fait la capacité de financement des institutions financières, ce sont les collectivités locales qui ont recueilli la totalité des capitaux obligataires (3,2 milliards de francs en 1976 contre 3 milliards de francs en 1975). Sur cette somme, les emprunts « Villes de France » représentent près de 44 p. 100 (1,4 milliard de francs) ; ceux de la Caisse d'aide à l'équipement des collectivités locales un peu plus de 40 p. 100 (1,3 milliard de francs). Le solde est essentiellement représenté par des emprunts de communes ou de départements.

On remarquera que la part des collectivités locales, qui était de 6 p. 100 de l'ensemble des capitaux recueillis par le marché financier pendant le VI^e Plan, est restée à ce niveau, d'ailleurs identique à celui de l'an dernier, en 1976.

Répartition par secteurs bénéficiaires.

L'apport *net* du marché à chaque secteur économique peut être mesuré selon deux approches.

La première (1) ne porte que sur les appels *directs* à l'épargne ; mais elle ne prend pas en compte les sommes recueillies par les groupements et les sociétés de développement régional. Or, ces institutions-relais retirent du marché obligataire un volume de capitaux non négligeable qu'elles répartissent ensuite entre des centaines de sociétés bénéficiaires. En outre, cette première approche néglige aussi le rôle d'intermédiaire qu'exercent entre épargne et investissement les grandes institutions financières publiques ou semi-publiques ; or, celles-ci collectent sur le marché, on l'a vu, une importante masse de capitaux qui constituent une capacité de financement destinée, *in fine*, à répondre aux besoins de financement externe des divers agents économiques.

Selon cette première approche, par appel direct à l'épargne, ce sont les transports et télécommunications qui, parmi les entreprises non financières, ont bénéficié le plus des apports nets du marché en 1976 (2,06 milliards de francs) (2). Compte tenu de la structure de ce secteur dans notre pays, ces entreprises s'adressent surtout au marché obligataire sans qu'on puisse cependant considérer comme négligeables les apports en fonds propres que reçoivent notamment les sociétés de financement d'autoroute et de téléphone. Celles-ci ont, en outre, largement contribué, sous forme obligataire, au financement du secteur. Au total, au cours des cinq ans écoulés, les transports et télécommunications ont bénéficié, par appel direct, d'un peu plus de 5 p. 100 du montant total des capitaux nets recueillis par le marché financier.

(1) Voir tableau V.

(2) Non compris les emprunts P.T.T.

Le secteur de l'énergie a, en 1976, collecté 1,76 milliard de francs pour l'essentiel sous forme obligataire. La modernisation des équipements et la nécessité de développer l'énergie d'origine nucléaire en sont, bien entendu, les causes principales. Cependant, ce secteur est fortement endetté ; ainsi, sur 2,8 milliards de francs collectés en sommes brutes en 1976, plus d'un milliard de francs ont été affectés au remboursement d'emprunts échus. Au total, les entreprises productrices d'énergie ont drainé 4,4 p. 100 des sommes nettes procurées par le marché au cours des cinq dernières années.

La sidérurgie n'a réuni qu'un milliard de francs par appel direct à l'épargne en 1976 en sollicitant presque uniquement ses actionnaires (1). Il ne faut toutefois pas en conclure que son endettement obligataire sur le marché intérieur n'a pas augmenté puisque, par l'intermédiaire des groupements, près d'un milliard et demi net sont venus s'ajouter aux appels directs à l'épargne. Au total, la sidérurgie a bénéficié, pour ses seuls appels directs à l'épargne, de 3,4 p. 100 des sommes recueillies par le marché depuis cinq ans.

Par appel direct à l'épargne, la chimie (1,16 milliard de francs), les industries mécaniques et électriques (0,67 milliard de francs) et diverses industries (0,80 milliard de francs), se sont partagé le reste des capitaux collectés par les industries de transformation et représentent 2 à 3 p. 100 des capitaux fournis par le marché depuis cinq ans.

Le bâtiment, les travaux publics et les matériaux de construction se sont procuré directement un peu plus d'un milliard de francs sur le marché, en faisant appel, à hauteur des deux tiers de cette somme, à leurs actionnaires. Au total, l'ensemble du secteur a bénéficié, par appel direct, de 3 p. 100 environ de l'ensemble des capitaux depuis cinq ans. Mais, dans ce secteur, le rôle des relais entre épargne et investissement est très important : ainsi, l'intervention des groupements a permis de réunir, en outre, 0,4 milliard de francs net.

Tout ceci illustre bien le fait que, pour bon nombre de secteurs économiques, il est difficile, si on ne peut pas rendre transparent l'écran des relais financiers, non seulement de mesurer avec exactitude l'apport net du marché aux secteurs bénéficiaires, mais encore de bien se rendre compte de l'évolution de l'endettement obligataire nouveau, puisque celui-ci est, souvent, sous-évalué dès lors qu'on se contente de l'apprécier par rapport aux seules émissions directement effectuées par les entreprises.

Le tableau VI présente, à cet égard, une seconde approche qui ne peut être que globale et arbitraire et qui reste à interpréter avec beaucoup de prudence (2). Selon cette approche, en 1976, les secteurs à investissements productifs auraient bénéficié d'au moins (3) 62 p. 100 des sommes nettes fournies par

(1) Y compris métallurgie des métaux non ferreux et première transformation des métaux.

(2) Notamment pour ce qui concerne l'affectation des sommes collectées par la Caisse nationale de crédit agricole.

(3) Dans les sommes non ventilées, figurent également des capitaux destinés à financer des investissements productifs.

le marché, soit 25,6 milliards de francs. Sur cette somme, 13 milliards de francs ont été recueillis directement par les entreprises dont 6,9 milliards de francs par augmentation de fonds propres et 6,1 milliards de francs par accroissement de l'endettement obligataire direct ; s'y ajoutent 12,6 milliards de francs par accroissement de l'endettement après recours à l'intermédiation des relais (groupements S.D.R.) ou des institutions financières (Crédit national, etc.). Selon cette même approche, les collectivités locales ont bénéficié de 6,6 p. 100 des sommes nettes procurées par le marché et le logement de 4,6 p. 100 après réimputation de la capacité de financement que retire le Crédit foncier du marché obligataire.

TABLEAU I

Les placements sur le marché financier 1971-1976.
(En milliards de francs.)

	1971	1972	1973	1974	1975	TOTAL V ^o Plan.	1976	1976/1975 p. 100.
ACTIONS (1).....	7,4	8,5	9,5	9,7	8,7	43,8	8,5	— 2,3
Obligations convertibles.....	0,6	1,2	1,2	1,2	1,4	5,6	1,1	— 21,4
Obligations ordinaires.....	24,5	28,4	36,5	23,1	42,7	155,2	41,1	— 3,7
ENSEMBLE OBLIGATIONS.....	25,1	29,6	37,7	24,3	44,1	160,8	42,2	— 4,3
TOTAL GENERAL.....	32,5	38,1	47,2	34	52,8	204,6	50,7	— 4
Moins amortissements.....	(5,5)	(8,4)	(8,5)	(10,1)	(10,4)	(42,9)	(9,5)	
PLACEMENTS NETS.....	27	29,7	38,7	23,9	42,4	161,7	41,2	— 2,8

(1) Dans ce rapport, comme dans les précédents, les émissions d'actions comptabilisées sont seulement celles qui ont été réalisées en numéraire. Elles sont toujours présentées déduction faite des versements en espèces de l'Etat, des collectivités publiques et des entreprises nationales ainsi que des doubles emplois éventuels provenant d'opérations faites par les sociétés mères. Le Crédit lyonnais, source de ces statistiques, prend en compte les montants d'émissions d'actions effectivement réalisées. Cela exclut donc les émissions annoncées mais non encore réalisées au 31 décembre de l'année étudiée. Cela inclut par contre les fonds versés au titre d'opérations antérieures ainsi que les appels de fonds sur opérations partiellement réalisées au titre des années antérieures. Ce mode de comptabilisation permet de bien définir les flux financiers réels qui sont affectés par l'épargne à l'augmentation des fonds propres des entreprises.

Dans tous les cas, il reste homogène d'une année sur l'autre. Cependant, le Crédit lyonnais a corrigé en 1976 les chiffres indiqués pour les émissions d'actions de 1975. En accord avec ses services, la C. O. B. a retenu le chiffre de 8,7 milliards de francs comme estimation définitive des augmentations de capital pour 1975.

TABLEAU II

Structure des émissions brutes selon la nature des opérations 1971-1976.
(En milliards de francs.)

	1971	1972	1973	1974	1975	TOTAL V ^o Plan.	1976	STRUCTURE DES ÉMISSIONS en pourcentage.		
								V ^o Plan.	1975	1976
Emissions d'actions par appel public à l'épargne (1)	2,5	3	2,1	2	2,2	11,8	1,2	5,8	4,2	2,4
Dont sociétés cotées (2)	(2)	(1,9)	(1,4)	(1,1)	(1,2)	(7,6)	(0,9)	(3,7)	(2,3)	(1,8)
Emissions d'actions sans appel public à l'épargne	4,9	5,5	7,4	7,7	6,5	32	7,3	15,6	12,3	14,4
Ensemble actions	7,4	8,5	9,5	9,7	8,7	43,8	8,5	21,4	16,5	16,8
Emissions d'obligations convertibles ..	0,6	1,2	1,2	1,2	1,4	5,6	1,1	2,8	2,6	2,2
Emissions d'obligations ordinaires	24,5	28,4	36,5	23,1	42,7	155,2	41,1	75,8	80,9	81
Ensemble obligations	25,1	29,6	37,7	24,3	44,1	160,8	42,2	78,6	83,5	83,2
Total général	32,5	38,1	47,2	34	52,8	204,6	50,7	100	100	100

(1) Par convention sont inscrites dans cette catégorie toutes les émissions ayant fait l'objet d'une insertion au *Bulletin des Annonces légales obligatoires*. Les émissions des seules sociétés cotées sont indiquées entre parenthèses.

(2) Y compris en 1975, l'augmentation de capital de Crédit non coté au moment de l'émission, mais dont les actions ont été placées par appel public à l'épargne et inscrites à la cote officielle en 1975. Sans compter cette émission, les augmentations de capital des sociétés cotées se sont situées à 0,94 milliard de francs en 1975, chiffre légèrement supérieur à celui de 1976 (0,87 milliard de francs).

TABLEAU III

Répartition des émissions brutes selon la nature d'émissions et par catégorie d'émetteurs depuis 1971 (1).

	MONTANTS						1976/1975 en %.	STRUCTURE DES ÉMISSIONS			
	1971	1972	1973	1974	1975	Total VI ^e Plan.		1976	VI ^e Plan.	1975	1976
	(en milliards de francs).							(en pourcentage).			
I. — Actions.											
Entreprises industrielles et commerciales	5,1	5,9	6,5	7,4	6,6	31,5	7,2	+ 9,1	72	76	85
Institutions financières	2,3	2,6	3	2,3	2,1	12,3	1,3	- 38,1	28	24	15
Total	7,4	8,5	9,5	9,7	8,7	43,8	8,5	- 2,3	100	100	100
II. — Obligations.											
Entreprises industrielles et commerciales :											
Publiques	5,4	7,4	7,9	4,7	11,2	36,6	7,3	- 34,8	23	25	17
Privées	6,6	5,6	4,6	5	12,2	34	9,5	- 22,1	21	28	22
Institutions financières :											
A caractère public ou semi-public	9,4	10,7	13,3	10,4	9,9	53,7	11	+ 11,1	34	22	26
A caractère privé	1,7	2	2,7	2,4	2,7	11,5	4,9	+ 81,5	7	7	12
Administration	1,7	3,7	8,9	1,7	8	24	9,2	+ 15	15	18	22
Etranger	0,3	0,2	0,3	0,1	0,1	1	0,3	n.s.	p.m.	p.m.	1
Total	25,1	29,6	37,7	24,3	44,1	160,8	42,2	- 4,3	100	100	100

(1) Ce tableau et le tableau IV ont comme sources les statistiques fournies par le 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 (par exemple les émissions de « groupements », les actions émises par des holdings) ont été classées, sauf exception, avec les émissions des entreprises non financières. Par contre, les obligations de sociétés de développement régional (S.D.R.) et les émissions d'actions des sociétés de crédit-bail ont été classées parmi les émissions des institutions financières. On a compris sous l'appellation d'institutions financières à caractère public la Caisse nationale de crédit agricole, le Crédit foncier de France, le Crédit foncier d'Alsace et de Lorraine, le Crédit national, la Caisse centrale de crédit hôtelier, commercial et industriel, la Banque française du commerce extérieur, la Caisse centrale de coopération économique et les S.D.R. Sous ces réserves, la définition des agents économiques est celle adoptée par la comptabilité nationale. Enfin, en 1976, la ligne « Etranger » représente, pour l'essentiel l'emprunt de 250 millions de francs de la C. E. C. A.

Répartition des émetteurs par catégories d'émetteurs selon la nature de l'opération de 1971 à 1976.

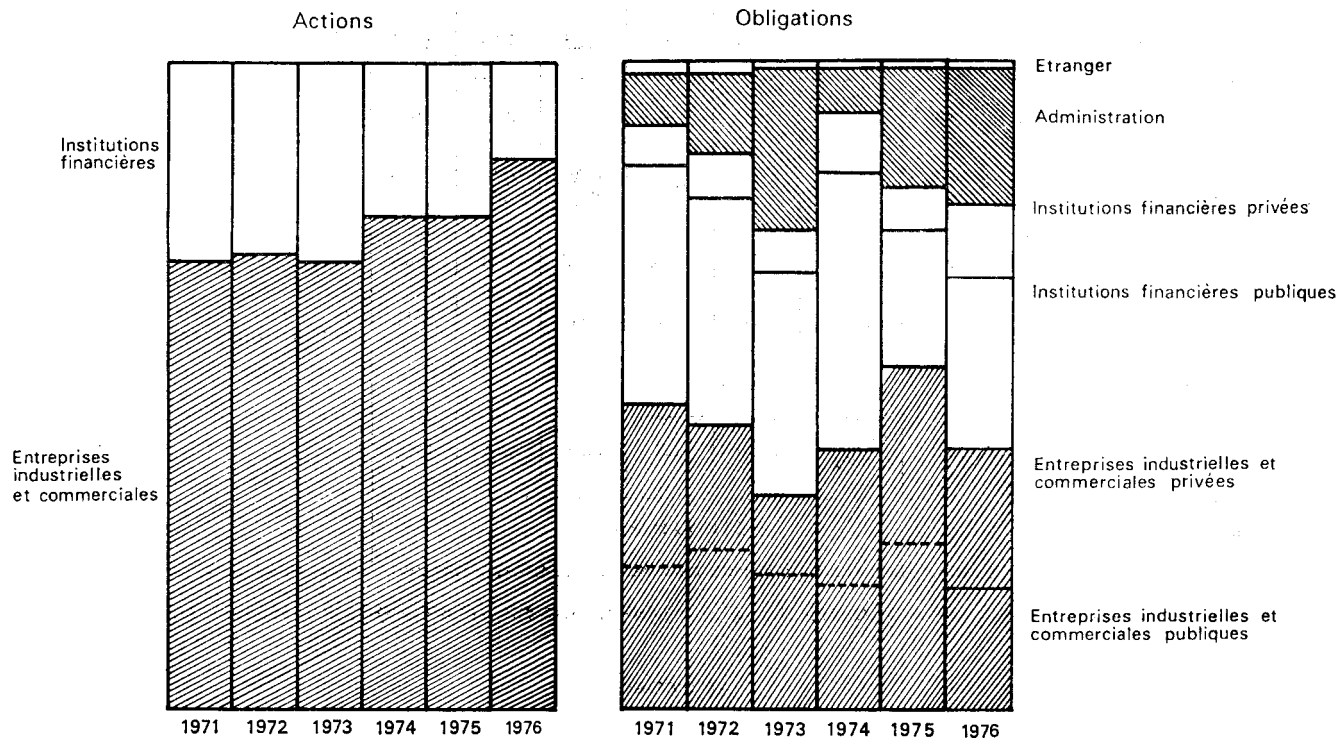


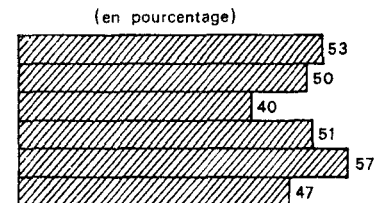
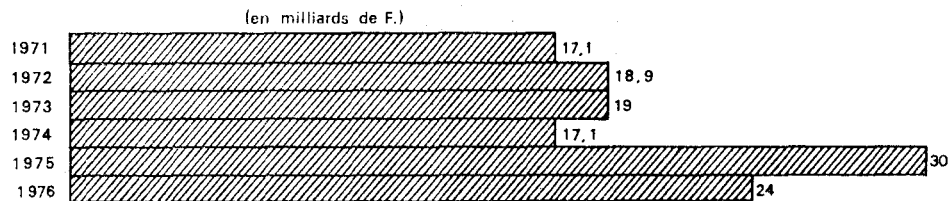
TABLEAU IV

Sommes brutes collectées sur le marché financier par les agents économiques de 1971 à 1976.

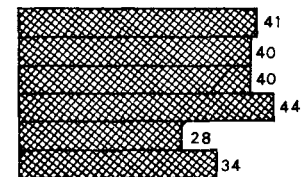
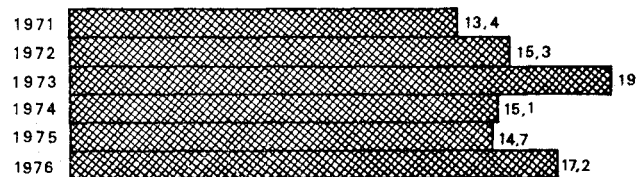
	MONTANTS							1976/1975 en pourcentage.	STRUCTURE PAR AGENT		
	1971	1972	1973	1974	1975	Total V ^{le} Plan.	1976		V ^{le} Plan.	1975	1976
	(en milliards de francs).								(en pourcentage).		
Entreprises industrielles et commerciales	17,1	18,9	19	17,1	30	102,1	24	— 20	50	57	47
Institutions financières	13,4	15,3	19	15,1	14,7	77,5	17,2	+ 17	38	28	34
Administrations (dont collectivités locales)	1,7 (1,7)	3,7 (3,7)	3,9 (2,4)	1,7 (1,7)	8 (3)	24 (12,5)	9,2 (3,2)	+ 15 (+ 6,7)	12 (6)	15 (6)	18 (6)
Etranger	0,3	0,2	0,3	0,1	0,1	1	0,3	n. s.	p. m.	p. m.	1
Total	32,5	38,1	47,2	34	52,8	204,6	50,7	— 4	100	100	100

Répartition des émissions par agents économiques (1971-1976).

Entreprises industrielles et commerciales



Institutions financières



Administrations

(dont collectivités locales)

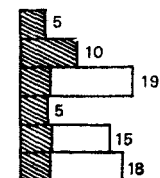
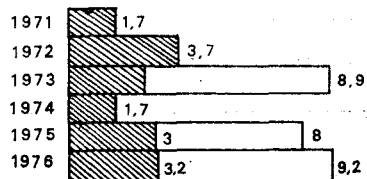


TABLEAU V

Répartition des émissions nettes selon les secteurs bénéficiaires 1972-1976

(En milliards de francs.)

SECTEURS BÉNÉFICIAIRES	ACTIONS					OBLIGATIONS NETTES				
	1972	1973	1974	1975	1976	1972	1973	1974	1975	1976
I. — Entreprises non financières :										
Agriculture	0,02	0,03	0,02	0,03	0,04	0,01	»	»	»	»
Energie	0,22	0,02	0,41	0,09	0,02	1,30	1,81	- 0,30	2,46	1,74
Sidérurgie (1).....	0,33	0,86	0,74	0,77	0,96	1,08	0,34	0,35	0,37	0,05
Industries mécaniques et électriques.....	0,89	0,71	1,34	0,93	0,68	0,09	- 0,05	0,40	0,48	- 0,01
Chimie	0,63	0,62	0,33	0,39	0,46	»	0,14	- 0,10	0,51	0,70
Autres industries de transformation.....	0,50	0,57	0,61	0,85	0,66	- 0,05	0,29	- 0,01	0,61	0,14
Bâtiment, travaux publics et matériaux de construction	0,44	0,32	0,53	0,60	0,65	0,35	0,12	0,54	1,22	0,37
Transports et télécommunications.....	0,61	0,71	0,23	0,22	0,28	0,92	1,91	0,52	2,06	1,78
Commerce	0,81	0,86	1,10	1,19	1,15	0,17	0,13	0,02	0,32	0,16
Services	1,09	1,21	0,93	0,73	1,11	»	0,08	- 0,08	0,17	0,11
Total I.....	5,54	5,91	6,24	5,80	6,01	3,87	4,77	1,34	8,20	5,04

(1) Y compris métallurgie des métaux non ferreux et première transformation des métaux.

TABLEAU V

Répartition des émissions nettes selon les secteurs bénéficiaires 1972-1976 (suite).
(En milliards de francs.)

SECTEURS BÉNÉFICIAIRES	ACTIONS					OBLIGATIONS NETTES				
	1972	1973	1974	1975	1976	1972	1973	1974	1975	1976
II. — Entreprises financières :										
Banques et institutions financières.....	0,87	0,98	0,99	0,98	0,80	6,89	10,92	7,15	10,09	11,60
Groupements	»	»	»	»	»	2,13	1,88	2,23	4,34	3,13
S. D. R.	»	»	»	»	»	0,82	1,09	0,81	0,41	0,37
Autres	1,13	1,58	1,25	0,99	0,55	0,28	0,20	0,81	0,66	1,87
Total II.....	2	2,56	2,24	1,97	1,35	10,12	14,09	11	15,50	16,97
III. — Collectivités locales.....	»	»	»	»	»	2,27	1,39	0,80	0,93	1,75
IV. — Trésor	»	»	»	»	»	1,11	7,02	0,86	7,35	6,99
V. — Etranger	»	»	»	»	»	0,10	0,20	»	0,10	0,21
VI. — Divers (1).....	0,81	1,09	1,15	0,77	1,12	»	»	0,14	0,34	0,91
VII. — Emprunts réservés aux investisseurs institutionnels	»	»	»	»	»	2,70	1,43	0,08	— 0,36	— 0,40
VIII. — Emissions permanentes.....	»	»	»	»	»	1	0,35	0,05	1,64	1,20
Total général (2).....	8,35	9,56	9,63	8,54	8,48	21,17	29,25	14,27	33,70	32,67

(1) Sociétés immobilières, sociétés de participation et de gestion, sociétés mal identifiées.

(2) Le Crédit lyonnais a légèrement corrigé les statistiques des années 1972, 1973, 1974 et 1975. Si le présent rapport a tenu compte de ces corrections dans l'analyse des chiffres globaux, il n'a pas été jugé utile de corriger le détail des ventilations.

TABLEAU V

Répartition des émissions nettes selon les secteurs bénéficiaires 1972-1976 (suite).
(En milliards de francs.)

SECTEURS BÉNÉFICIAIRES	ENSEMBLE (actions + obligations nettes).					PART DES SECTEURS de 1972 à 1976 (en pourcentage).		
	1972	1973	1974	1975	1976	Actions.	Obligations.	Total.
I. — Entreprises non financières :								
Agriculture	0,03	0,03	0,02	0,03	0,04	0,2	»	0,1
Energie	1,52	1,83	0,11	2,55	1,76	1,8	5,3	4,4
Sidérurgie (1).....	1,41	1,20	1,09	1,14	1,01	8,3	1,7	3,4
Industries mécaniques et électriques.....	0,98	0,66	1,74	1,41	0,67	10,3	0,7	3,1
Chimie	0,63	0,76	0,23	0,90	1,16	5,4	0,9	2,1
Autres industries de transformation.....	0,45	0,86	0,60	1,46	0,80	7,2	0,8	2,4
Bâtiment, travaux publics et matériaux de construction	0,79	0,44	1,07	1,82	1,02	5,6	2	2,9
Transports et télécommunications.....	1,53	2,62	0,75	2,28	2,06	4,5	5,5	5,3
Commerce	0,98	0,99	1,12	1,51	1,31	11,5	0,6	3,4
Services	1,09	1,29	0,85	0,90	1,22	11,5	0,2	3
Total I.....	9,41	10,68	7,58	14	11,05	66,3	17,7	30,1

(1) Y compris métallurgie des métaux non ferreux et première transformation des métaux.

TABEAU V

Répartition des émissions nettes selon les secteurs bénéficiaires 1972-1976 (suite et fin).

(En milliards de francs.)

SECTEURS BÉNÉFICIAIRES	ENSEMBLE (actions + obligations nettes).					PART DES SECTEURS de 1972 à 1976 (en pourcentage).		
	1972	1973	1974	1975	1976	Actions.	Obligations.	Total.
II. — Entreprises financières :								
Banques et institutions financières.....	7,76	11,90	8,14	11,07	12,40	10,3	35,6	29,2
Groupements	2,13	1,88	2,23	4,34	3,13	»	10,4	7,8
S. D. R.	0,82	1,09	0,81	0,41	0,37	»	2,7	2
Autres	1,41	1,78	2,06	1,65	2,42	12,4	2,9	5,3
Total II.....	<u>12,12</u>	<u>16,65</u>	<u>13,24</u>	<u>17,47</u>	<u>18,32</u>	<u>22,7</u>	<u>51,6</u>	<u>44,3</u>
III. — Collectivités locales.....	<u>2,27</u>	<u>1,39</u>	<u>0,80</u>	<u>0,93</u>	<u>1,75</u>	»	5,4	4
IV. — Trésor	<u>1,11</u>	<u>7,02</u>	<u>0,86</u>	<u>7,35</u>	<u>6,99</u>	»	17,8	13,3
V. — Etranger	<u>0,10</u>	<u>0,20</u>	»	<u>0,10</u>	<u>0,21</u>	»	0,5	0,3
VI. — Divers (1).....	<u>0,81</u>	<u>1,09</u>	<u>1,29</u>	<u>1,11</u>	<u>2,03</u>	11	1,1	3,6
VII. — Emprunts réservés aux investisseurs institutionnels	<u>2,70</u>	<u>1,43</u>	<u>0,08</u>	<u>— 0,36</u>	<u>— 0,40</u>	»	2,7	2
VIII. — Emissions permanentes.....	<u>1</u>	<u>0,35</u>	<u>0,05</u>	<u>1,64</u>	<u>1,20</u>	»	3,2	2,4
Total général (2).....	<u>29,52</u>	<u>38,81</u>	<u>23,90</u>	<u>42,24</u>	<u>41,15</u>	100	100	100

(1) Sociétés immobilières, sociétés de participation et de gestion, sociétés mal identifiées.

(2) Le Crédit lyonnais a légèrement corrigé les statistiques des années 1972, 1973, 1974 et 1975. Si le présent rapport a tenu compte de ces corrections dans l'analyse des chiffres globaux, il n'a pas été jugé utile de corriger le détail des ventilations.

TABLEAU VI

Esquisse de répartition, par grandes fonctions, des émissions nettes après réimputation des sommes collectées par l'intermédiaire de relais épargné et investissement (montants en milliards de francs).

	ACTIONS	POURCENTAGE du total.	OBLIGA- TIONS	POURCENTAGE du total.	ENSEMBLE	POURCENTAGE du total.
I. — Secteurs à investissements productifs :						
A. — Par appel direct (1)	6,87	81	6,08	18,6	12,95	31,3
B. — Par intermédiation :						
Groupements	»	»	3,13	9,5	3,13	7,6
S. D. R.	»	»	0,37	1,1	0,37	0,9
Crédit national	»	»	0,67	2	0,67	1,6
Crédit agricole	»	»	3,35	10,2	3,35	8,1
Crédit hôtelier	»	»	0,60	1,8	0,60	1,5
C. — Emprunts nationaux affectés à l'équipement (2)	»	»	4,50	13,7	4,50	10,9
Ensemble	6,87	81	18,70	56,9	25,57	61,9
II. — Collectivités locales (3)	»	»	2,72	8,3	2,72	6,6
III. — Logement, immobilier :						
Sociétés immobilières	0,27	3,2	0,10	0,3	0,37	0,9
Crédit foncier	»	»	1,54	4,7	1,54	3,7
Ensemble	0,27	3,2	1,64	5	1,91	4,6
Total ventilé I + II + III	7,14	84,2	23,06	70,2	30,20	73,1
IV. — Non ventilé	1,34	15,8	9,80	29,8	11,14	26,9
Total général	8,48	100	32,86	100	41,34	100

(1) Y compris émissions permanentes, bons à lots kilomètres S. N. C. F. Pour le détail du poste « appel direct » voir tableau V, section « entreprises non financières ».

(2) Y compris P. T. T.

(3) Y compris émissions permanentes Villes de France.

ADDENDUM METHODOLOGIQUE A L'ANNEXE III

Les sources statistiques d'émissions de valeurs mobilières (1).

Les utilisateurs de statistiques d'émissions de valeurs mobilières sont souvent déconcertés par leur hétérogénéité, notamment pour ce qui concerne les émissions d'actions.

Les différences les plus notables proviennent de deux grands types de conceptions.

La première conception vise à mesurer les apports d'argent frais, en montant effectif, reçus des épargnants par les émetteurs. Cette conception est celle de nombreux organismes : le Conseil national du crédit, la Chambre syndicale des agents de change, la Commission des opérations de bourse, pour ne citer que les organismes dont les publications, en ce domaine, sont les plus utilisées. Les statistiques correspondant à cette conception ont comme source les importants travaux de collecte, de centralisation, d'analyse et de présentation de l'information de base menés par le Crédit lyonnais. Le lecteur verra plus loin que les divers chiffres donnés par les publications éditées par chacun de ces organismes sont, dans certains cas, identiques, et, en fait, souvent proches ; les cas où l'on constate quelques divergences tiennent surtout à la variété des buts poursuivis et, parfois, au degré de disponibilité des informations au moment où sont rédigés les divers rapports : ainsi, le Crédit lyonnais fournit fin janvier les statistiques de base sur l'exercice précédent ; l'Année boursière (Chambre syndicale des agents de change) et le rapport annuel au Président de la République (Commission des opérations de bourse) sont rédigés dans les trois premiers mois de l'année ; le rapport du Conseil national du crédit, un peu plus tard.

L'autre conception est celle du tableau des opérations financières (T. O. F.) de la comptabilité nationale. Il comptabilise non seulement les apports d'argent frais, mais en fait l'ensemble des émissions de valeurs mobilières dans le passif des bilans des

(1) Pour approfondir cette question, se référer à une étude qui a servi de base à la présente note pour ce qui concerne l'analyse du tableau des opérations financières et des statistiques du Conseil national du crédit, Bulletin trimestriel de la Banque de France n° 21 (novembre 1976). Ces deux statistiques (C. N. C. et T. O. F.), sont, en effet, établies par l'institut d'émission.

agents qui les ont effectuées. Ceci conduit à une extension considérable du champ de la statistique puisque aux apports d'argent frais correspondant à la première conception, viennent s'ajouter :

a) Les souscriptions de l'Etat, des collectivités publiques et des sociétés nationales aux augmentations de capital des entreprises (1) ;

b) Les souscriptions des sociétés mères aux augmentations de capital des sociétés filiales même si elles ont été réalisées simultanément ou peu avant les opérations des filiales (1) ;

c) Les parts de S. A. R. L. ;

d) Des rectifications tirées du bilan des institutions de crédit ;

e) Les souscriptions aux actions de S. I. C. A. V. ;

f) Les apports de fonds qui, sans prendre la forme d'actions, confèrent néanmoins aux investisseurs un droit de propriété : c'est le cas, notamment, des parts des caisses de crédit agricole et du crédit mutuel ;

g) Les dotations de l'Etat aux organismes publics auxquels s'ajoutent des subventions à la Caisse de prêts aux organismes d'H. L. M. ;

h) Les émissions effectuées par les sociétés françaises sur les marchés étrangers ;

i) Les investissements directs des Français à l'étranger et des non-résidents en France, notamment sous la forme de dotations en capital à des agences ou succursales ;

j) Les variations de portefeuille de valeurs étrangères détenues par les résidents français ;

k) Les investissements immobiliers effectués en France par des non-résidents ou à l'étranger par des résidents français.

On observe ainsi que l'ensemble des adjonctions opérées par le T. O. F. à la seule prise en compte des apports d'argent frais concerne des opérations qui comprennent à la fois des émissions opérées sur le marché national des capitaux, une partie des transactions sur titres effectuées avec l'étranger, et enfin le recensement de certaines formes d'investissements qui ne relèvent pas du marché des valeurs mobilières.

Il n'y a donc pas lieu de s'étonner de la grande hétérogénéité des statistiques qui ressort des chiffres suivants, pour lesquels néanmoins ont été esquissés des tableaux de passage d'une conception à l'autre.

(1) Or les souscriptions correspondant à ces opérations (a et b) font l'objet de déductions de la part du Crédit lyonnais. La C. O. B. opère également ces déductions, ainsi que la Chambre syndicale des agents de change (Cf. tableau I de l'annexe III).

TABLEAU DE PASSAGE N° I

Les statistiques d'émissions de valeurs mobilières selon la C. O. B.,
la Chambre syndicale des agents de change
et le Conseil national du crédit.

1° Actions.

	1973	1974	1975	1976
	(En milliards de francs.)			
C. O. B.	9,5	9,7	8,7	8,5
Chambre syndicale	9,6	9,6	8,7	8,5
C. N. C. (parts de S. A. R. L. comprises sous la rubrique valeurs à revenu variable)	10,4	10,7	9,6	n.d.

Analyse des différences sur actions.

Les divergences entre C. O. B. et Chambre syndicale sont minimes, sinon nulles. Elles tiennent essentiellement aux corrections qui sont apportées *a posteriori* par le Crédit lyonnais (1).

Ainsi, en 1975, la première estimation fournie par le Crédit lyonnais était de 8,5 milliards, chiffre que l'on retrouve dans l'Année boursière pour 1975 et le rapport annuel de la C. O. B. pour cette même année. En 1976, après correction opérée *a posteriori* par le Crédit lyonnais, la C. O. B. et la Chambre syndicale sont convenues de retenir le chiffre définitif de 8,7 milliards de francs.

Les divergences entre d'une part la C. O. B., la Chambre syndicale et d'autre part le C. N. C. sont plus importantes. Elles s'expliquent par le fait que la C. O. B. et la Chambre syndicale ne tiennent pas compte des parts de S. A. R. L., alors que le C. N. C. les comptabilise, comme cela est indiqué dans le tableau ci-dessus.

(1) Il est à noter que les divergences sont parfois plus accusées pour les seules entreprises cotées. Ainsi, en 1975 par exemple, la Chambre syndicale a indiqué que les émissions d'actions des entreprises cotées étaient de 0,9 milliard de francs; la C. O. B. de 1,2 milliard de francs. La différence provient de l'inclusion dans les chiffres de la C. O. B. de l'opération de Créditel (0,3 milliard) non cotée au moment de l'émission, placée par appel public à l'épargne, puis cotée quelques mois plus tard au cours de la même année civile.

Dans ces conditions, le tableau de passage entre la C. O. B. et le C. N. C. est le suivant :

ACTIONS	1973	1974	1975
	(En milliards de francs.)		
C. O. B.	9,5	9,7	8,7
+ parts de S. A. R. L.	0,9	1	1,1
= C. N. C.	10,4	10,7	9,8 (*)

(*) Moins correction apportée *a posteriori* par le Crédit lyonnais de + 0,2 = 9,6.

2° Obligations brutes.

	1973	1974	1975	1976
	(En milliards de francs.)			
C. O. B.	37,7	24,3	44,1	42,2
Chambre syndicale	37,7	24,2	44,1	42,2
C. N. C.	34,9	23,3	43,9	n.d.

Analyse des différences sur obligations brutes.

Les chiffres indiqués par la C. O. B. et la Chambre syndicale peuvent être considérés comme identiques.

Les écarts sont plus sensibles entre C. O. B. et Chambre syndicale d'une part et C. N. C. d'autre part. Plusieurs causes les expliquent.

Le C. N. C. comptabilise à part les emprunts réservés aux investisseurs institutionnels ; la C. O. B. et la Chambre syndicale les incluent. Le C. N. C. dispose au moment où il rédige son rapport des chiffres définitifs des émissions permanentes (Villes de France, notamment) ; la C. O. B. et la Chambre syndicale ne disposent que d'estimations (1). Le C. N. C. opère des déductions correspondant à la reprise de titres anciens (conversions, échanges de titres) ; la C. O. B. comptabilise ce poste dans les amortissements.

(1) A compter de 1976, le Crédit lyonnais fournit cependant des chiffres définitifs, ce qui n'était pas le cas auparavant.

Dans ces conditions, les corrections à apporter pour dresser un tableau de passage sont les suivantes :

OBLIGATIONS BRUTES	1973	1974	1975
	(En milliards de francs.)		
Chiffre C. O. B.....	37,7	24,3	44,1
Moins emprunts réservés aux investisseurs institutionnels..	— 2	— 0,5	— 0,4
	= 35,7	= 23,8	= 43,7
Plus écarts entre estimation provisoire par la C. O. B. des émissions permanentes et chiffre définitif du C.N.C.....	+ 0,1	+ 0,6	+ 0,6
	= 35,8	= 24,4	= 44,3
Moins déductions opérées par le C. N. C. au titre de la reprise de titres anciens.....	— 0,9	— 1,1	— 0,4
= Chiffre C. N. C.....	= 34,9	= 23,3	= 43,9

3° Obligations nettes.

Il est à noter que d'autres divergences apparaissent dès lors que l'on souhaite définir la notion d'emprunts obligataires nets (= emprunts bruts — amortissements). Ainsi, la C. O. B. et le C. N. C. ont-ils respectivement donné les chiffres suivants pour ce qui concerne les obligations nettes :

	1973	1974	1975
	(En milliards de francs.)		
C. O. B.....	29,2	14,2	33,7
C. N. C.....	27,9	14,7	34,7

Par ailleurs, la C. O. B. et le C. N. C. ont donné les chiffres suivants pour les amortissements :

	1973	1974	1975
	(En milliards de francs.)		
C. O. B.....	8,5	10,1	10,4
C. N. C.....	7	8,6	9,2

Analyse des différences sur obligations nettes.

Pour les amortissements, la différence entre les deux sources provient, d'abord, comme on l'a vu plus haut, des modes différents de comptabilisation du poste « reprise de titres anciens ». Le C. N. C. produit des statistiques d'émissions brutes d'où sont déjà déduites les sommes correspondant à la reprise de titres anciens ; la C. O. B. présente les émissions brutes sans aucune déduction, mais inclut la reprise des titres anciens dans les amortissements. Elle s'explique aussi par le fait que la C. O. B. comptabilisant, en brut, les emprunts réservés aux investisseurs institutionnels, elle inclut les amortissements sur ce type d'emprunts dans le total général des amortissements.

Dans ces conditions, le tableau de passage entre la C. O. B. et le C. N. C. pour les obligations nettes se présente comme suit :

OBLIGATIONS NETTES	1973	1974	1975
	(En milliards de francs.)		
Chiffre C. O. B. pour les émissions nettes	29,2	14,2	33,7
Plus amortissements indiqués par la C. O. B. (y compris déductions opérées au titre de la reprise de titres anciens et amortissements pratiqués sur emprunts réservés aux investisseurs institutionnels)	+ 8,5	+ 10,1	+ 10,4
= Chiffre C. O. B. pour les émissions brutes	= 37,7	= 24,3	= 44,1
Moins emprunts réservés aux investisseurs institutionnels	— 2	— 0,5	— 0,4
Plus écart entre estimation provisoire par la C. O. B. des émissions permanentes et chiffre définitif du C. N. C.	+ 0,1	+ 0,6	+ 0,6
Moins déductions opérées par le C. N. C. au titre de la reprise de titres anciens	— 0,9	— 1,1	— 0,4
= Chiffre C. N. C. pour les émissions brutes	= 34,9	= 23,3	= 43,9
Moins amortissements indiqués par le C. N. C. (non compris amortissements sur emprunts réservés et déductions opérées au titre de la reprise de titres anciens)	— 7	— 8,6	— 9,2
= Chiffre C. N. C. pour les émissions nettes	= 27,9	= 14,7	= 34,7

ou encore :

OBLIGATIONS NETTES	1973	1974	1975
	(En milliards de francs.)		
Chiffre C. O. B. pour les émissions nettes	29,2	14,2	33,7
Plus écart entre estimation provisoire par la C. O. B. des émissions permanentes et chiffre définitif du C. N. C.	+ 0,1	+ 0,6	+ 0,6
Moins emprunts réservés aux investisseurs institutionnels (bruts)	- 2	- 0,5	- 0,4
Plus amortissements sur emprunts réservés aux investisseurs institutionnels	+ 0,6	+ 0,4	+ 0,8
= Chiffre C. N. C. pour les émissions nettes	= 27,9	= 14,7	= 34,7

**

Il est à noter enfin que le C. N. C. opère une dernière correction pour obtenir les chiffres d'émissions de valeurs mobilières (actions + obligations) : il ajoute aux amortissements les corrections relatives aux émissions des sociétés d'investissement fermées (1) et aux opérations sur titres effectuées par la Caisse des dépôts et consignations au moyen de ressources d'épargne. Ces opérations sur titres portent aussi bien sur les achats d'actions que sur ceux d'obligations et concernent à la fois des souscriptions aux émissions nouvelles et des acquisitions de titres en Bourse par la Caisse des dépôts, sans que la ventilation en soit possible. Ces déductions sont très importantes : 6 milliards en 1973, 4 en 1974, 9,7 en 1975. Il s'agit là, entre la C. O. B. et le C. N. C., d'une illustration de la variété des conceptions qui peuvent légitimement prélude à l'établissement des statistiques : en effet, le C. N. C., qui prend en compte l'ensemble de l'épargne et qui comptabilise, au titre de l'épargne liquide, les dépôts dans les caisses d'épargne, veut éviter de les reprendre une seconde fois en retenant simultanément ces dépôts et les opérations sur valeurs mobilières qu'ils ont servis à financer. La C. O. B. estime pour sa part ne pas devoir opérer cette correction car elle considère les sommes qui la représentent comme un apport de l'épargne au marché financier et, en outre, s'agissant pour elle de calculer des montants d'émissions *stricto sensu*, elle estime que toute correction portant, serait-ce partiellement, sur des opérations relatives au marché secondaire, n'est pas conforme à cette conception.

Compte tenu de ce qui précède, l'ensemble des émissions de valeurs mobilières nettes (actions + obligations nettes) comptabilisé par le C. N. C. est très sensiblement inférieur aux chiffres retenus par la C. O. B. ; l'ensemble des données permettant de passer d'une conception à l'autre se résume donc comme suit, l'année 1975 servant de base de calcul.

(1) En fait, ces émissions figurent pour mémoire dans l'intitulé de ce poste de déduction puisqu'elles sont nulles depuis plusieurs années.

	En milliards de francs.
Chiffre C. O. B. pour les émissions nettes (actions 8,7 + obligations nettes 33,7)	— 42,4
Plus écart entre estimation provisoire par la C. O. B. des émissions permanentes et chiffre définitif du C. N. C.	+ 0,6
Moins emprunts réservés aux investisseurs ins- titutionnels	— 0,4
Plus amortissements sur emprunts réservés aux investisseurs institutionnels	+ 0,8
Plus parts de S. A. R. L.	+ 1,1
 = Chiffre C. N. C. pour les émissions nettes (actions 8,7 (1) + parts de S. A. R. L. 1,1 + obligations nettes 34,7) avant déduction relative aux émissions des sociétés d'in- vestissement fermées et aux souscriptions de la Caisse des dépôts	 44,5
Moins déduction relative aux émissions des sociétés d'investissement fermées et aux sous- criptions de la Caisse des dépôts	— 9,7
 = Chiffre C. N. C. pour les émissions nettes	 34,8

TABLEAU DE PASSAGE N° II

*Les émissions de valeurs mobilières selon la C. O. B.
et le tableau des opérations financières (T. O. F.) (2).*

Les différences et les tableaux de passage entre C. O. B.,
Chambre syndicale et C. N. C. ayant été explicités plus haut,
on ne présentera ici que la convention qu'il convient d'employer
pour passer des chiffres de la C. O. B. à ceux du T. O. F.

Compte tenu des objectifs différents de chacune des deux
séries statistiques et notamment du champ extrêmement large
des concepts de la comptabilité nationale pour ce qui concerne
le T. O. F., les différences sont considérables, surtout pour les
actions, comme on le constate dans le tableau suivant :

	1971		1972		1973		1974	
	C.O.B.	T.O.F.	C.O.B.	T.O.F.	C.O.B.	T.O.F.	C.O.B.	T.O.F.
	(En milliards de francs.)							
Actions (*)	7,4	19,1	8,5	25,3	9,5	28,8	9,7	24,5
Obligations brutes.....	25,1	28,9	29,6	32,8	37,7	44,4	24,3	28
Obligations nettes.....	19,6	19,7	21,2	23,6	29,2	30,7	14,2	13,7

(*) La rubrique correspondante du T. O. F. est intitulée « actions
et autres participations ».

(1) Y compris la correction (0,2, voir p. 135 apportée *a posteriori*
par le Crédit lyonnais.

(2) Selon les concepts du système élargi de comptabilité nationale.
Voir étude précitée de la Banque de France. Les chiffres définitifs
du T. O. F. pour 1975 ne sont pas disponibles.

Les tableaux de passage suivants peuvent être esquissés, l'année 1974 servant de base à l'analyse.

1° Actions.
(En milliards de francs.)

Chiffre C. O. B.	9,7
Plus déductions opérées par le Crédit lyonnais (1)	+ 1,8
Plus parts de S. A. R. L.	+ 1,0
(Chiffre servant de base au T. O. F)	= 12,5
Plus/moins rectifications tirées des bilans des institutions de crédit et de la comptabilité publique et prise en compte des émissions permanentes (solde net des corrections).	Pour mémoire (2).
Plus actions de S. I. C. A. V.	+ 1,0
Plus parts de crédit agricole et crédit mutuel.	+ 0,3
Plus dotations de l'Etat aux organismes publics et subventions à la Caisse de prêts aux H.L.M.	+ 4,7
Plus émissions de sociétés françaises à l'étranger	Neant.
Plus investissements directs des résidents à l'étranger	+ 1,3
Plus investissements des non-résidents en France	+ 2,0
Plus opérations de résidents sur actions étrangères	+ 2,7
= Chiffre T. O. F.	= 24,5

2° Obligations brutes.
(En milliards de francs.)

Chiffre C. O. B.	24,3
Moins émissions permanentes brutes prises en compte par la C. O. B. en estimation provisoire)	— 0,5
= chiffre des émissions brutes servant de base au T. O. F.	= 23,8
Plus rectifications tirées des bilans des institutions de crédit et de la comptabilité publique et prise en compte des émissions permanentes (solde net des corrections)	+ 0,5
Plus émissions de sociétés françaises à l'étranger	+ 2,5
Plus opérations de résidents sur obligations étrangères	+ 1,2
= Chiffre T. O. F.	= 28,0

(1) Souscriptions de l'Etat, des collectivités publiques, des sociétés nationales aux augmentations de capital des sociétés privées, et sous certaines conditions, des sociétés mères.

(2) Chiffre négligeable pour les actions.

3° Obligations nettes.

Chiffre C. O. B.	14,2
Moins émissions permanentes nettes prises en compte par la C. O. B. (en estimation provisoire) (1)	— 0,1
Plus solde des corrections apportées en brut par le T. O. F. (voir tableau précédent)	+ 4,2
Moins rectifications tirées des bilans des institutions de crédit et de la comptabilité publique et prise en compte des émissions permanentes (solde net des corrections)	— 4,0
Moins remboursements sur émissions de sociétés françaises à l'étranger	— 0,3
Moins opérations de résidents sur valeurs mobilières étrangères	— 0,3
= Chiffre T. O. F.	13,7

**

En présentant l'analyse des divergences entre sources statistiques d'émissions de valeurs mobilières, la Commission n'a eu comme seul objectif que d'éclairer, pour l'utilisateur, les différences de conception et de comptabilisation caractérisant la variété des objectifs poursuivis par les divers organismes qui présentent ces statistiques au public. Ces différences, on l'a vu, se traduisent, parfois notablement, dans les chiffres. La Commission, en les expliquant et en présentant les modalités de passage qui permettent une meilleure transparence des chiffres, espère contribuer ainsi à une meilleure connaissance des données relatives à l'épargne et au marché financier.

(1) Chiffre brut = 0,5 (voir page précédente) — amortissements sur émissions permanentes (— 0,4) = émissions nettes (0,1).

ANNEXE IV

LA BOURSE EN 1976

Les principales places boursières mondiales ont anticipé, cette année encore, les évolutions économiques nationales avec des exagérations propres à chaque pays, dans un sens ou dans l'autre. On retrouve, en effet, dans les variations de cours des diverses places, les différences de perspectives économiques pour chaque pays ; ainsi la bonne performance des cours à New York et à Tokyo contraste avec la dégradation plus ou moins forte enregistrée sur les bourses de Milan, de Londres et surtout de Paris.

En effet, les opérateurs américains et japonais attendaient dès le milieu de l'année que soient prises des mesures de relance pour accélérer la reprise, tandis qu'en Italie, au Royaume-Uni et en France, les investisseurs ont estimé tout au long de l'année que les bases d'une saine expansion économique n'étaient pas encore réunies. L'Allemagne fédérale et les Pays-Bas étaient en position intermédiaire entre ces deux groupes de pays.

Dans cet environnement économique, la Bourse de Paris a enregistré la plus forte baisse des cours parmi les places boursières importantes du monde.

Variation des cours de 1962 à 1976. — Indices base 100 au 29 décembre 1961.

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976
Valeurs françaises à revenu variable (1) :															
Fin d'année.....	99,9	85,5	79,8	73,4	65,5	64,3	69	87,4	81,2	74,9	87,7	85,2	59	77,1	64
Plus haut.....	114,3 Avril	100,8 Janv.	89,7 Janv.	79,3 Avril	81 Janv.	69,6 Sept.	75,1 Mai	90 Juin	92,4 Janv.	85,8 Août	98,3 Oct.	107,5 Mai	92,4 Janv.	79,6 Avril	82,1 Mars
Plus bas.....	93,3 Nov.	83,3 Déc.	71,1 Juin	69,9 Juil.	63,6 Oct.	56,1 Août	63,1 Janv.	69,4 Janv.	76,5 Juil.	68,4 Nov.	75 Janv.	78,8 Déc.	53,7 Sept.	59,1 Janv.	58,5 Déc.
Valeurs françaises à revenu fixe (2) :															
Fin d'année.....	104,8	104,9	104,7	103,9	100,5	102,2	103,1	99,7	100,8	104,2	108,5	108,2	113,7	120,5	123,14
Valeurs étrangères (3) :															
Fin d'année.....	94,5	108,7	117	115,7	100,6	132,1	170,3	182,4	179,5	177,7	202,1	208,6	147,1	193,4	209,17

(1) Compagnie des agents de change (C. A. C.).

(2) et (3) Institut national de la statistique et des études économiques (I. N. S. E. E.).

Le marché financier français.

Evolution des cours des valeurs à revenu variable à la Bourse de Paris.

L'évolution des cours à la Bourse de Paris en 1976 se caractérise par un mouvement de hausse pendant les trois premiers mois de l'année, suivi d'une longue période de baisse régulière pendant les huit mois suivants, l'année se terminant sur une légère reprise en décembre.

Cette évolution s'explique, certes, par des raisons de conjoncture politique et monétaire, mais elle correspond aussi aux modifications des perspectives de production, donc aux facteurs économiques, comme le montre la comparaison des différents indices boursiers et des indices I. N. S. E. E. reflétant les opinions des chefs d'entreprise sur leur production à trois ou quatre mois.

Le mouvement haussier amorcé durant l'été 1975 s'est prolongé au début de 1976, toutefois la traditionnelle hausse de janvier a été moins forte que les années précédentes en dépit d'une forte progression pendant les quatre premières séances du mois. Cette avance des cours s'est poursuivie au mois de février et jusqu'au 10 mars, date à laquelle l'indice général C. A. C. culminait à 82,1, en augmentation de 6,5 p. 100 sur son niveau de fin 1975. Le marché accompagnait ainsi une amélioration des perspectives économiques chez les industriels, comme le montre le graphique 4. Cette corrélation se vérifie au niveau des secteurs, ceux du moins qui font l'objet de l'enquête de l'I. N. S. E. E. (1) Par rapport au mois précédent, le mois de mars marquait une stabilisation du nombre de réponses optimistes dans les secteurs de biens d'équipement et des biens de consommation durable. Les industriels opérant dans le secteur des produits de base étaient au contraire de plus en plus nombreux à croire à une hausse de leur production au cours des mois à venir.

En dépit des perspectives économiques favorables, les cours accusèrent une chute sensible à la mi-mars, provoquée à la fois par le résultat des élections cantonales et surtout la sortie du franc du « serpent monétaire » le 15 mars. Les attaques contre notre monnaie, qui avaient conduit le Gouvernement à prendre cette décision, incitèrent les investisseurs étrangers à opérer des ventes importantes afin de limiter leurs pertes

(1) Cf. graphiques 1, 2 et 3.

de change sur des avoirs libellés en francs (1). Ces dégagements entraînent des baisses qui incitent les investisseurs nationaux à vendre.

La longue période de baisse qui suit ne comporte qu'une interruption passagère, une légère reprise au début juin. En avril et en mai, le recul des cours s'explique plus par les inquiétudes que suscitait dans les milieux boursiers le projet gouvernemental d'imposition des plus-values que par des motifs d'ordre économique. L'I. N. S. E. E. n'a pas mené son enquête d'opinion en avril, mais les résultats de l'enquête pour mai montrent que l'optimisme parmi les chefs d'entreprise industrielle était alors approximativement au même niveau qu'en mars (2). Dans le secteur des biens d'équipement, le solde des réponses optimistes était même en nette augmentation par rapport à mars (3). La Bourse n'a pas reflété ces bonnes perspectives économiques en mai. Par la suite, la montée du pessimisme chez les industriels a accompagné la baisse des cours de juin à décembre. Les enquêtes I. N. S. E. E. montrent que les perspectives de production se sont dégradées pendant le deuxième semestre dans les trois grands secteurs des industries d'équipement, de produits de base et de consommation (4).

*Les transactions de l'étranger en actions françaises
d'après la balance des paiements.
(En millions de francs.)*

1973.	1 ^{er} trimestre.	2 ^e trimestre.	3 ^e trimestre.	4 ^e trimestre.	TOTAL 1973.
Achats d'actions françaises	1 244	1 666	644	872	4 427
Ventes d'actions françaises	1 100	1 716	805	878	4 499
Solde	+ 144	— 50	— 161	— 6	— 72

1974	1 ^{er} trimestre.	2 ^e trimestre.	3 ^e trimestre.	4 ^e trimestre.	TOTAL 1974.
Achats d'actions françaises	578	289	189	194	1 250
Ventes d'actions françaises	800	544	494	478	2 316
Solde	— 222	— 255	— 305	— 284	— 1 066

(1) Le tableau ci-dessous et page suivante illustre bien le fait que les ventes d'actions françaises par les investisseurs étrangers ont nettement dépassé les achats au cours des premiers mois de 1976.

(2) Cf. graphique 4.

(3) Cf. graphique 3.

(4) Cf. graphiques 1, 2 et 3.

*Les transactions de l'étranger en actions françaises
d'après la balance des paiements (suite).
(En millions de francs.)*

1975	1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e	TOTAL 1975.	
	trimestre.	trimestre.	trimestre.	trimestre.		
Achats d'actions françaises	756	851	560	621	2 788	
Ventes d'actions françaises	448	591	438	620	2 097	
Solde	+ 308	+ 260	+ 122	+ 1	+ 691	

1976	1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	TROIS PREMIERS trimestres.			
	trimestre	trimestre	trimestre	1973	1974	1975	1976
	Achats d'actions françaises	602	253	263	3 554	1 056	2 167
Ventes d'actions françaises	873	586	552	3 621	1 838	1 477	2 011
Solde	- 271	- 333	- 289	- 67	- 782	+ 690	- 893

Source : Banque de France.

En même temps, la fragilité du franc a conduit la Banque de France à orienter les taux d'intérêt à la hausse sur le marché monétaire, une première fois en août, puis encore en octobre. Les taux de rendement des obligations sur le marché secondaire ont reflété cette augmentation, le taux des titres à long terme augmentant en moyenne d'un point et les valeurs à sortie courte prenant deux à trois points, évolution qui vint concurrencer le marché des actions. Ces raisons économiques et monétaires ont entraîné une véritable déroute des cours, l'indice C. A. C. atteignant son niveau le plus bas de l'année le 1^{er} décembre à 58,50, soit une baisse de 28,7 p. 100 par rapport au point le plus haut du 10 mars. En décembre, les perspectives économiques ne s'améliorèrent pas chez les industriels, mais le rendement très élevé atteint par un certain nombre de titres en raison de la baisse des cours suscita un certain nombre de reprises très sélectives qui permit à la Bourse de terminer l'année sur quelques bonnes séances. Une sensible remontée des cours en décembre (+ 9 p. 100) permettait ainsi à l'indice de ne perdre d'une année sur l'autre que 17 p. 100.

Le tableau ci-après montre le niveau élevé qu'atteignaient les taux de rendement des actions françaises en septembre, comparés aux taux de rendement sur d'autres places financières. En novembre, le taux de rendement moyen atteignait 7,12 p. 100 en France, pour retomber à 6,96 p. 100 après la reprise des cours de décembre.

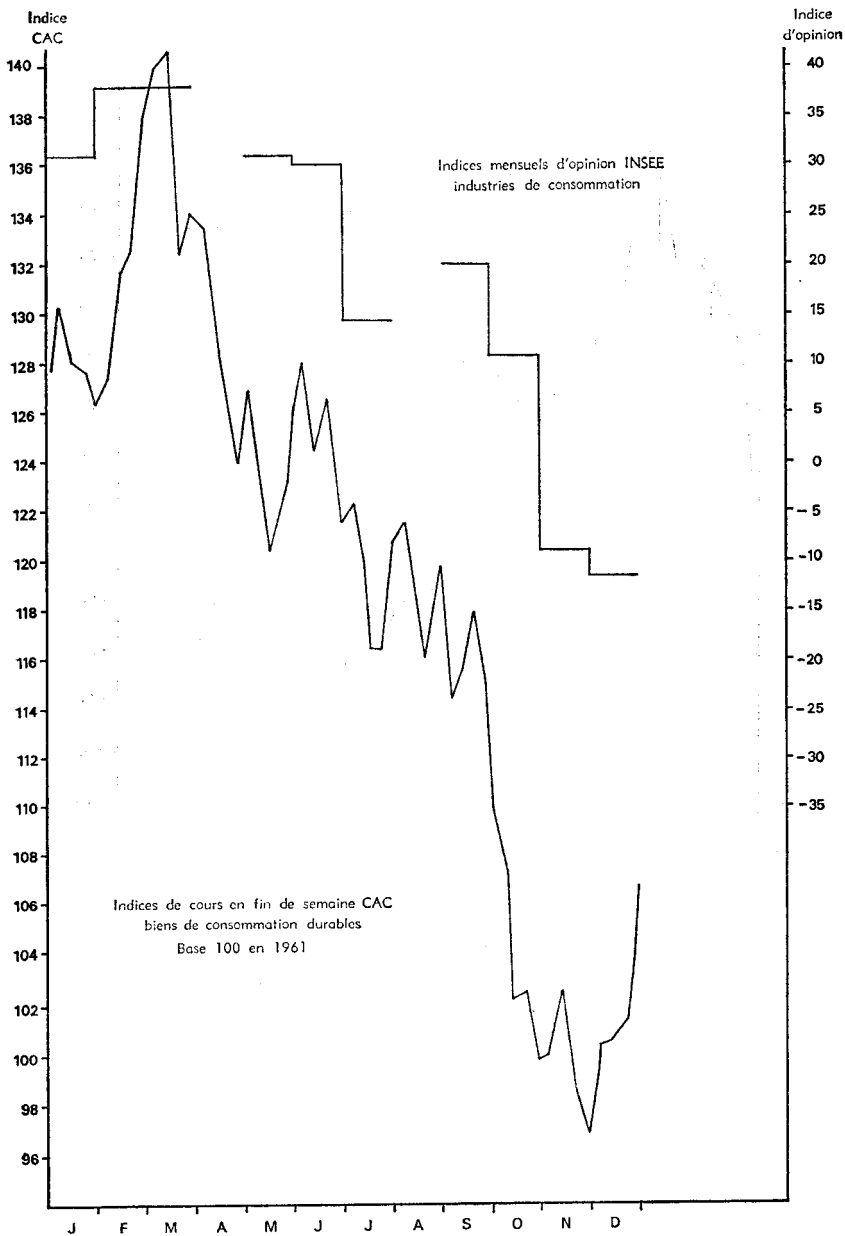
Taux de rendement des actions sur différentes places financières.
(Avoir fiscal compris.)

	1975	1976			
	Décemb.	Mars.	Juin.	Sept.	Décembre.
Allemagne	3,52	3,43	3,39	3,52	3,62
Belgique	7,28	7,13	6,61	7 »	6,86
Etats-Unis	4,14	3,65	3,75	3,71	(1) 4,04
France	6,17	5,94	6,65	6,53	6,96
Italie	5,41	5,38	3,89	3,32	3,25
Japon	2,14	1,93	1,81	1,66	1,66
Pays-Bas (actions de sociétés locales)	4,70	4,60	5 »	5,20	5,10
Royaume-Uni (actions de sociétés industrielles).....	5,75	5,37	5,87	6,77	6,91

Source : « Statistiques financières de l'O. C. D. E. : taux d'intérêt ».
(1) Novembre.

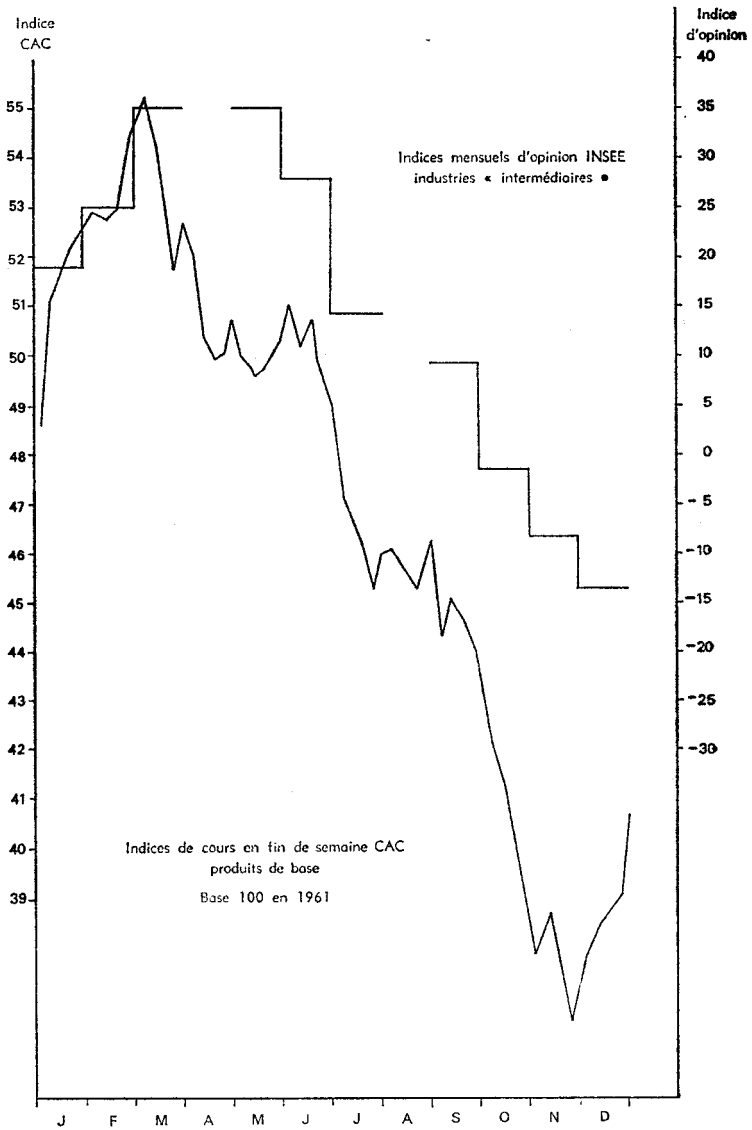
GRAPHIQUE 1

Secteur des biens de consommation.



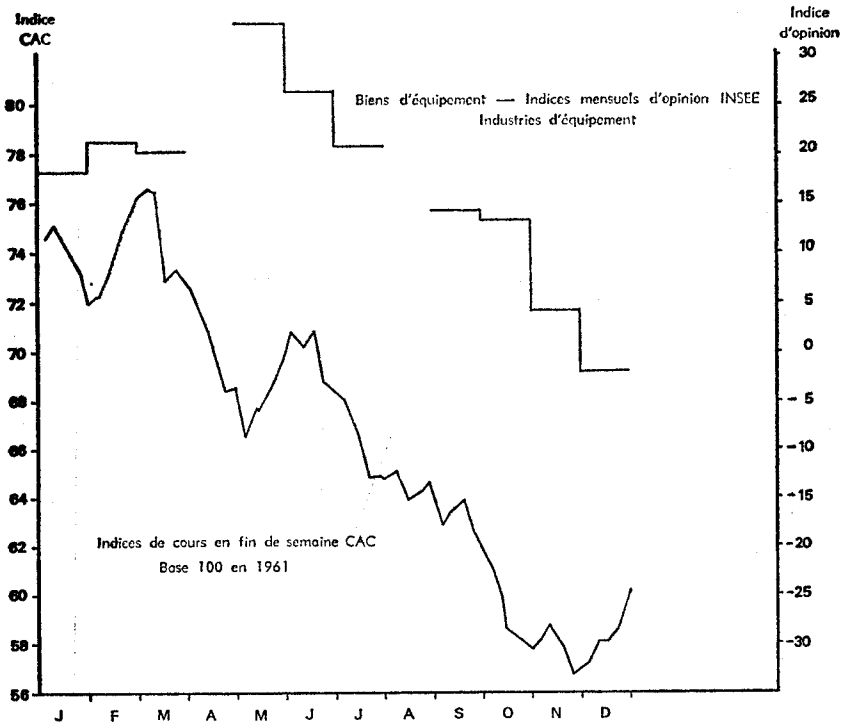
GRAPHIQUE 2

Secteur des produits de base.



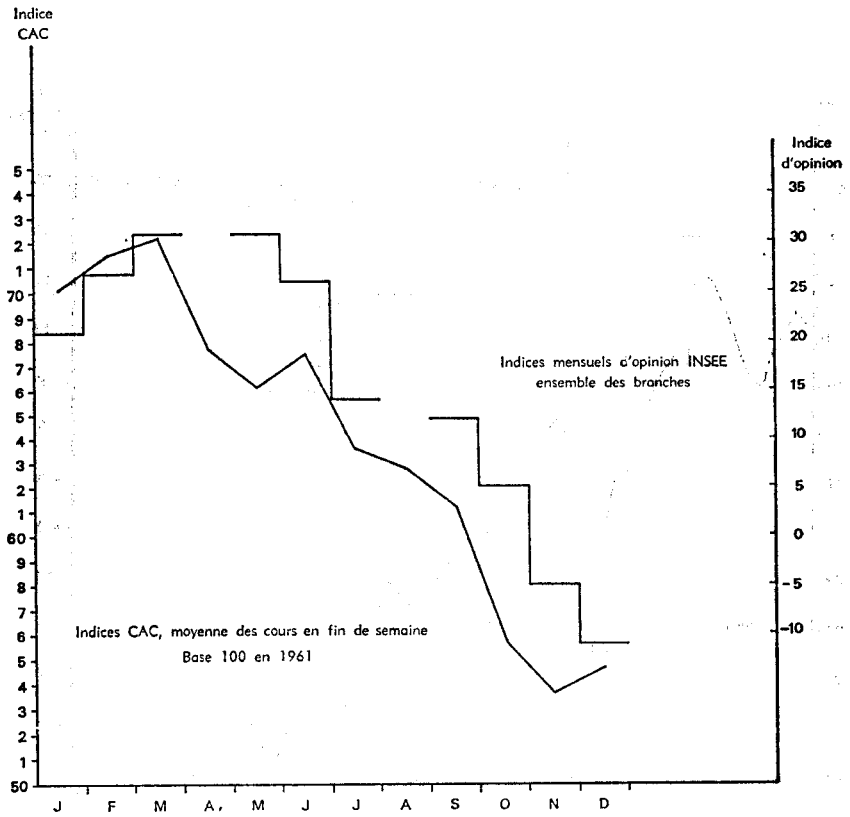
GRAPHIQUE 3

Secteur des biens d'équipement.



GRAPHIQUE 4

Ensemble de l'industrie.



Les transactions à la Bourse de Paris.

Le volume des transactions réalisées à la Bourse de Paris (1) en 1976 a été inférieur de plus de 5 p. 100 à celui de 1975 avec 55 milliards de francs environ contre 58,2 milliards de francs en 1975. Les transactions en valeurs à revenu fixe furent en 1976 comme en 1974 plus importantes que les échanges d'actions et l'évolution des parts respectives de ces deux types de placement dans le volume total des échanges montre la place grandissante depuis dix ans des valeurs à revenu fixe (2). Le volume des transactions en obligations a représenté en 1976 un peu plus de 51 p. 100 du total contre près de 49 p. 100 pour les actions. Cette préférence pour les obligations s'est manifestée également, nous l'avons vu, au niveau des émissions et souligne, s'il en était besoin, le rôle primordial des marchés obligataires pour le financement de l'économie et le placement des capacités de financement des agents économiques.

Les échanges en valeurs à revenu variable sur la Bourse de Paris (1) ont régressé de 14,5 p. 100 (de 21 p. 100 pour les seules valeurs françaises) de 1975 à 1976. Les négociations à terme sont celles qui ont le plus diminué, leur part s'abaissant au tiers du marché, contre 40 p. 100 en 1975. Si l'on analyse le volume mensuel des transactions en actions françaises sur le marché officiel, on constate une évolution semblable à celle des indices de cours.

(1) Hors-cote inclus.

(2) Cf. tableau ci-après.

Ventilation annuelle des transactions françaises de 1962 à 1976.
Bourse de Paris. — Valeurs françaises, étrangères et zone franc.

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976
Transactions totales (1)...	25,2	19,7	18,3	17,4	19,5	19,8	29,5	42,6	34,6	36,7	57,6	68,4	53,8	58,2	55
Variation annuelle (en pourcentage)	+ 1,4	- 21,9	- 7,3	- 4,3	+ 12,3	+ 1,6	+ 48,7	+ 44,4	- 18,7	+ 6,1	+ 56,8	+ 18,8	- 21,3	+ 8,1	- 5,4
Répartition :															
<i>Suivant la nature des marchés :</i>															
A terme (1)	9,3	6,5	6,5	5,7	7,1	7,3	13	20,9	14	15,3	26	30,9	26,9	23,4	18,3
En pourcentage	37	33	35	33	36	37	44	49	40	42	45	45	50	40	33
Au comptant (1)	15,9	13,2	11,8	11,6	12,4	12,5	16,5	21,7	20,6	21,5	31,5	37,5	26,9	34,8	36,8
En pourcentage	63	67	65	67	64	63	56	51	60	58	55	55	50	60	67
<i>Suivant la nature des titres :</i>															
Valeurs à revenu variable (1)	20	13,6	11,3	9,9	12	11,5	19,7	31	22,5	23,2	40,7	44,8	25,3	31,3	26,8
En pourcentage	79	68	63	57	61	58	67	73	65	63	71	66	47	54	49
Valeurs à revenu fixe (1)	5,2	6,1	6,9	7,5	7,5	8,4	9,8	11,5	12,1	13,5	16,9	23,5	28,5	26,9	28,3
En pourcentage	21	32	37	43	39	42	33	27	35	37	29	34	53	46	51
<i>Suivant pays d'origine :</i>															
Valeurs françaises (1) ...	23,3	17,6	15,8	15,5	17,6	17,5	24,6	37	30,4	31,2	51,3	59,1	46,3	52,3	48,6
En pourcentage	92	89	86	89	90	88	90	87	88	85	89	86	86	90	88
Valeurs étrangères (2) ..	1,9	2,1	2,5	1,9	1,9	2,3	4,9	5,5	4,2	5,5	6,3	9,2	7,5	5,9	6,4
En pourcentage	8	11	14	11	10	12	10	13	12	15	11	14	14	10	12

Source : Compagnie des agents de change.

(1) En milliards de francs, zone franc comprise.

(2) En milliards de francs.

La reprise traditionnelle de l'activité boursière en janvier a été, on l'a vu, plus faible en 1976 que pour les années précédentes. De ce fait, les échanges en valeurs françaises à revenu variable, bien qu'en progression de 8 p. 100 sur le mois précédent, ont été inférieurs de 20 p. 100 environ à ceux de janvier 1975. Malgré un premier trimestre plus actif que celui de 1975, en progression de près de 4 p. 100 le reste de l'année 1976 fut comparativement plus terne. Le recul du volume trimestriel des transactions par rapport à 1975 a été de 30 p. 100 environ au deuxième trimestre 1976, de 21 p. 100 au troisième trimestre et de 38 p. 100 au dernier trimestre. Même pendant le mois de décembre, plutôt favorable aux valeurs françaises, le volume traité s'est inscrit à un niveau de 30 p. 100 inférieur à celui de décembre 1975.

Volume des transactions en valeurs françaises à revenu variable et à revenu fixe en 1975 et 1976 sur le marché officiel de Paris.

(En millions de francs.)

	1975			
	1 ^{er} trimestre.	2 ^e trimestre.	3 ^e trimestre.	4 ^e trimestre.
Valeurs françaises à revenu variable	6 902	7 099	4 587	6 470
Valeurs françaises à revenu fixe	6 012	7 264	5 463	8 079

	1976			
	1 ^{er} trimestre.	2 ^e trimestre.	3 ^e trimestre.	4 ^e trimestre.
Valeurs françaises à revenu variable	7 173	4 992	3 600	4 001
Valeurs françaises à revenu fixe	8 417	7 563	5 754	6 479

Le marché des obligations.

Les transactions en valeurs à revenu fixe ont, en revanche, progressé d'environ 5 p. 100 d'une année sur l'autre, grâce surtout à l'animation du marché pendant le premier trimestre. Le montant total des échanges a ainsi rejoint le chiffre record de 1974. Plus faible que pendant le premier trimestre de 1974, le volume des transactions en obligations et fonds d'Etat a été nettement plus étoffé (40 p. 100) pendant le premier trimestre 1976 que pendant la période correspondante de 1975. Les deux trimestres suivants ont présenté à peu près le même degré d'activité que pendant l'année précédente, mais le dernier trimestre fut nettement moins actif.

On avait observé en 1975, une baisse continue des taux à court terme, les taux de l'argent au jour le jour baissant de moitié environ alors que les rendements des emprunts à long terme, en baisse seulement d'un point sur l'ensemble de l'année, se maintenaient à un niveau élevé. L'écart au début de l'année 1976 entre le taux de l'argent au jour le jour (6 7/14) et le taux de rendement sur les emprunts longs (10,16 pour les obligations de première catégorie) était ainsi très important et favorisait l'activité sur le marché des obligations. Tout au long de l'année 1976, cet écart n'a cessé de diminuer en raison de la hausse des taux sur le marché monétaire, résultant d'une politique de défense du franc. De ce fait, l'écart entre les taux courts et les taux longs devait se réduire à la fin de l'année 1976, le taux de l'argent au jour le jour atteignant 10 3/4 fin décembre et le taux des obligations longues de première catégorie augmentant légèrement à 10,98.

*Taux de rendements actuariels
des valeurs françaises à revenu fixe.*

	FIN NOVEMBRE (1)		VARIATION en pourcentage.
	1975	1976	
A l'émission (a) :			
Secteur public	10,13	10,91	+ 7,70
Secteur privé	10,82	11,29	+ 4,34
Sur le marché secondaire (b) :			
Obligations « B » du secteur public	10,19	10,94	+ 7,36
Obligations à lots	10,30	10,98	+ 6,60
Obligations du secteur privé ..	10,90	11,37	+ 4,31

Source : (a) I. N. S. E. E. ; (b) Caisse des dépôts et consignations.

(1) Les taux de fin novembre ont été préférés à ceux de fin décembre afin d'éviter les distorsions provoquées par les achats auxquels se livrent certains investisseurs institutionnels en décembre pour des raisons de présentation de leur bilan.

Parmi les valeurs à revenu fixe, le volume des transactions en fonds d'Etat (1) a diminué de près de 14 p. 100 en 1976 par rapport à 1975, avec 7,8 milliards de francs contre 9,1 milliards, et les obligations (1) ont augmenté de 15 p. 100 avec 20,4 milliards contre 17,3 milliards de francs. La baisse d'activité sur les fonds d'Etat est due pour l'essentiel aux moindres échanges sur l'emprunt 4 1/2 p. 100 de 1973, qui sont passés de 7,1 milliards de francs en 1975, à 5,4 milliards en 1976, soit une diminution de 24 p. 100 environ.

(1) Valeurs étrangères comprises.

Les bourses régionales.

L'année 1976 a été marquée par une volonté réaffirmée des pouvoirs publics de renforcer le rôle des bourses régionales (1). La promotion des places régionales correspond au souci de favoriser la venue en bourse de nouvelles sociétés de taille moyenne ou d'implantation locale, et de leur permettre par la suite de renforcer leurs fonds propres. Cette volonté de développement devrait se concrétiser dans les années à venir.

En 1976, deux valeurs sont venues enrichir une bourse de province avec l'introduction de la Ruche Picarde puis de Batinorest à Lille, mais à long terme, les sorties de participation des S. D. R. dans les sociétés régionales devraient contribuer à étoffer la cote des places régionales. Deux sociétés cotées auparavant au comptant ont été admises sur les marchés du terme, Cofradel à Lyon et Sade à Nancy. Quant au volume des transactions et à l'évolution des indices, les six bourses de province se sont plutôt mieux comportées que la Bourse de Paris (2). Le volume des échanges sur l'ensemble des bourses régionales a progressé de près de 15 p. 100 en 1976 par rapport à 1975. La baisse des indices fut moins prononcée en province qu'à Paris. La bourse de Bordeaux a été la plus touchée avec une baisse des cours de 16 p. 100, plus que Marseille (— 13 p. 100), Lyon (— 10 p. 100), Nancy (— 6,5 p. 100) et Nantes (— 3 p. 100).

Comme à Paris, la part des échanges en actions sur les bourses régionales est en diminution et ne représente plus que 56,1 p. 100 du total des transactions contre 72,5 p. 100 en 1975. Cet étoffement des échanges en obligations résulte en partie de la multiplication des cotations d'emprunts sur les bourses de province, où 12 emprunts nouveaux ont été cotés pour la première fois en 1976. Ce phénomène reflète aussi le rôle grandissant du marché obligataire dans le marché des capitaux.

(1) Voir les développements consacrés à ce sujet et notamment les conclusions du groupe de travail animé en 1976 et 1977 par le président de la C. O. B. (cf. pages 69 et suivantes).

(2) La progression doit cependant s'apprécier par rapport à un niveau habituellement faible de transactions, et comporte quelques cessions de blocs très importantes.

Bourses régionales.
(En millions de francs.)

	INDICES DES COURS (1)		TRANSACTIONS							
	Valeurs à revenu variable.		Cote officielle.						Hors cote.	
			Actions.		Obligations.		Ensemble.			
	1975	1976	1975	1976	1975	1976	1975	1976	1975	1976
Bordeaux	93,25	78,33	58,9	39,2	39,2	45,2	98,1	84,4	3,1	31,4
Lille	n. d.	n. d.	51,7	103,7	15,1	11,5	66,8	115,2	32,8	14,7
Lyon	108	97	84	174,6	14,7	28,6	98,7	203,2	24	40,9
Marseille	109,6	95,5	110,3	34,9	12,1	18,8	122,4	53,8	5,3	7,5
Nancy	130	121,7	50,5	73,5	51,5	120,6	102	194,1	17,7	7,8
Nantes	96,6	93,2	20	8,4	44,5	59,2	64,5	67,6	18	3,9

(1) Bases des indices : Bordeaux, base 100, le 28 décembre 1973 ; Lyon, base 100, le 1^{er} janvier 1971 ; Marseille, base 100, le 3 janvier 1972 ; Nancy, base 100, le 31 décembre 1969 ; Nantes, base 100, le 3 janvier 1972.

Les bourses de valeurs étrangères.

Comme le montre le tableau ci-après, c'est à la Bourse de Paris que les cours ont le plus baissé en 1976. Les deux places étrangères qui se sont le mieux comportées sont New York et Tokyo où les cours ont augmenté d'environ 18 p. 100; la Bourse de Londres affiche, en revanche, un léger recul.

Les grandes bourses de valeurs (indices des cours en 1975-1976) :

	FIN DÉCEMBRE		VARIATION (en pourcentage).
	1975	1976	
Londres :			
Financial Times, 500 actions (base 100, 10 avril 1962).....	165,08	163,41	— 1,01
Financial Times, 30 actions (base 100, 1 ^{er} juillet 1935)...	375,70	354,70	— 5,59
New York Stock Exchange :			
Dow Jones Industrials (base 100, octobre 1931).....	852,41	1 004,65	+ 17,86
Standard and Poor's ind. (base 10, moyenne 1941-1943).....	100,88	119,46	+ 18,42
Allemagne (Commerzbank, base 100, décembre 1953).....	776,30	727,40	— 6,30
Zürich (S. B. V.) (base 100, 28 décembre 1958).....	289,40	303,50	+ 7,82
Bruxelles (comptant ind.) (base 100, 1 ^{er} janvier 1966).....	104,62	95,88	— 8,35
Tokyo (indice 1 ^{re} section) (base 100, 4 janvier 1968).....	323,43	383,88	+ 18,69
Amsterdam (industriel) (base 100, 1970)	96,60	83,40	— 13,66
Milan (24 ore ind.) (base 1, 1938).	45,38	42,15	— 7,12
Pour mémoire :			
Paris (indice général C. A. C.) (base 100, 29 décembre 1961).	77,10	64,00	— 17

L'internationalisation des bourses de valeurs (à fin décembre 1976).

(Actions cotées sur le marché officiel.)

	PARIS	LONDRES	DUSSELDORF	FRANCFORT	ZURICH	BALE	BRUXELLES	AMSTERDAM	LUXEMBOURG	AMEX	NYSE	TOKYO
Nombre de sociétés étrangères	160	374	65	138	127	135	150	328	48	69	36	17
Dont :												
Sociétés françaises	»	9	8	9	6	6	15	6	0	0	0	2
Nombre de sociétés étrangères cotées pour la première fois en 1976.....	3	19	3	11	3	8	2	4	0	0	3	1
Dont :												
Sociétés françaises	»	0	1	2	0	0	1	0	0	0	0	»

New York.

L'indice Dow Jones des valeurs industrielles à la Bourse de New York a augmenté de près de 18 p. 100 au cours de l'année, l'essentiel de la hausse s'étant produit au mois de janvier. L'indice Dow Jones progressait durant ce mois de façon spectaculaire s'établissant à 975,28 au 30 janvier par rapport à 852,41 fin décembre, en hausse de 14 p. 100 environ. Ainsi se traduisait en bourse l'optimisme régnant sur la reprise de l'économie américaine. Les bons résultats des entreprises au premier trimestre, anticipés en partie par les opérateurs, suscitèrent une hausse des cours et un étoffement des transactions, l'indice atteignant presque la fameuse « barre » de 1 000 et le volume des transactions battant par deux fois tous les records avec 38,51 millions de titres échangés le 30 janvier et 44,51 millions le 20 février. En avril, nombreux furent ceux qui s'attendaient à une vigoureuse hausse des cours qui permettrait à l'indice de dépasser durablement le niveau de 1 000 points. Mais entre avril et septembre, l'indice Dow Jones des valeurs industrielles se maintint entre 958,09 points, minimum inscrit le 7 juin, et 1 014,79 points niveau atteint le 21 septembre qui constitue le plus haut de l'année. Au cours du dernier trimestre, l'indice commençait à chuter jusqu'à 947,22 points à la fin novembre mais le mois de décembre lui permit de franchir à nouveau la barre des 1 000 et il terminait au niveau de 1 004,65.

On peut avancer que les principaux facteurs commandant cette évolution furent d'ordre économique jusqu'en septembre, que les perspectives politiques l'emportèrent pour provoquer la baisse d'octobre et novembre, la reprise de décembre reflétant le renforcement des facteurs économiques, après que les préoccupations d'ordre politique se furent effacées.

On a pu montrer que l'évolution des cours des actions industrielles telle que le reflète l'indice Dow Jones est en général annoncée avec trois mois d'avance environ, par l'évolution de la politique de crédit de la Banque fédérale de réserve quand on la mesure par les modifications des réserves libres du système bancaire (free reserves). Or, l'indice Dow Jones a bien suivi la courbe des réserves libres avec trois mois de retard jusqu'au mois de septembre, date à laquelle l'évolution de l'indice a chuté en dépit d'une amélioration des conditions de crédit. Les perspectives des élections présidentielles et la crainte d'une hausse importante du prix du pétrole expliquent cet écart. Mais en décembre, après les élections et l'ajustement modéré du prix des hydrocarbures, l'indice Dow Jones a rejoint la courbe des réserves libres, et les cours se sont rétablis en hausse. Suivant cette analyse, il faudrait attribuer la baisse du dernier trimestre à des facteurs occasionnels, la tendance longue commandée par les facteurs économiques étant plutôt favorable.

Londres.

L'évolution des cours des actions sur la Bourse de Londres, au cours de l'année 1976, telle qu'on peut l'appréhender par les mouvements de l'indice ordinaire des valeurs industrielles

du Financial Times (indice F. T.) a été similaire à celle des cours à la Bourse de Paris : l'année a bien commencé, puis les cours ont baissé fortement pour se redresser quelque peu les deux derniers mois, si bien que l'indice a diminué de 5,6 p. 100 au cours de l'année 1976.

Après avoir atteint son plus haut niveau de 1975 en fin d'année (375,7 le 31 décembre), l'indice F. T. gagnait encore plusieurs dizaines de points en janvier 1976 et terminait le mois à 417,40, puis se maintenait au-dessus de 400 en février (405,20 fin février) et en mars (402,40 fin mars) pour regagner quelques points en avril (418,10 fin avril) et atteindre le plus haut de l'année au 4 mai, à 420,80.

Ce mouvement à la hausse au premier trimestre accompagnait la baisse des taux d'intérêt, le taux de prêt minimum de la Banque d'Angleterre ayant atteint son niveau le plus bas à 9 p. 100 le 4 mars après quatre baisses consécutives en janvier et février. En mai, la hausse du taux d'escompte de 10,50 à 11,50 p. 100, la crise du sterling qui a atteint son paroxysme à la fin du mois et des nouvelles économiques défavorables annoncées au cours de la deuxième quinzaine, déclenchèrent une baisse des cours, l'indice F. T. redescendant à 380 points, soit une diminution de près de 10 p. 100 en un mois. Après un effrètement pendant les mois de juin, juillet et surtout août, l'indice des cours perdit encore près de 8 p. 100 en septembre et 14,5 p. 100 en octobre alors que, début septembre, la Banque d'Angleterre renonçait à soutenir la livre sterling par intervention sur le marché et portait son taux d'escompte de 11,5 à 13 p. 100 le 10 septembre, puis encore à 15 p. 100 au début octobre. Le 27 octobre, l'indice touchait son plus bas niveau de l'année à 265,30, en recul de 30 p. 100 depuis le début de l'année et de 37 p. 100 par rapport à son plus haut niveau du 4 mai.

En novembre, l'indice progressait de 7,5 p. 100 puis à nouveau de 19,2 p. 100 en décembre, le marché accueillant très favorablement l'aide à l'Angleterre du Fonds monétaire international, ce qui permit à l'indice F. T. de terminer l'année à 354,70.

République fédérale allemande.

La reprise économique, anticipée dès la fin de 1975 par les intervenants sur les bourses allemandes, n'a que fort peu duré. Les professionnels et spécialistes évaluaient à 15 p. 100 le potentiel de hausse des titres allemands pour 1976. Or, si l'indice de la Commerzbank dépassait le 17 mars, pour la première fois depuis six ans, la cote 300 en s'établissant à 821,7, il n'a cessé par la suite de descendre pour atteindre 727,4 (1) fin décembre après avoir touché son plancher de l'année à 687,7 fin octobre. Finalement, selon l'indice de l'administration fédérale, les cours ont perdu 6,6 p. 100 durant l'année 1976 (2).

(1) Base 100 en 1953. Fin décembre 1975, l'indice était à 776,3, soit pour la Commerzbank une baisse de 6,3 p. 100 durant l'année 1976.

(2) Base 100 en 1972. Fin décembre 1975, l'indice était à 101,4 ; fin décembre 1976, il était à 96,7 contre un record de 111 le 17 mars et un plancher de 92,1 fin octobre.

En fait de la même manière que l'interdépendance des marchés financiers s'est marquée en 1975 par une hausse généralisée, elle s'est marquée en 1976 par une baisse à laquelle les bourses allemandes n'ont pu échapper. Un des facteurs déterminants pour ces dernières a été, en effet, la méfiance des investisseurs à l'égard de la situation économique intérieure due en partie aux mesures restrictives adoptées par les partenaires commerciaux de l'Allemagne pour assainir leur propre économie, et qui risquent de ralentir les exportations en 1977.

Face à des marchés déprimés, et notamment à la mauvaise tenue de Wall Street, les investisseurs ont été amenés à réviser leurs critères d'acquisition des valeurs mobilières en privilégiant, d'une part, le rendement, d'autre part, la sécurité, ce qui les a plutôt portés vers les placements obligataires.

Cela s'est manifesté, d'une part, par la baisse des transactions sur les actions qui sont passées de 27 milliards de deutsche Mark en 1975 à 24,8 milliards de deutsche Mark en 1976, par la baisse des émissions d'actions qui, ayant atteint leur niveau record à 3,5 milliards de deutsche Mark en 1975, sont tombées à 2,8 milliards de deutsche Mark en 1976 et, d'autre part, par l'augmentation des émissions obligataires qui ont atteint 47 milliards de deutsche Mark en 1976 contre 35 milliards de deutsche Mark en 1975 (1).

Tokyo.

L'indice des cours (2) à la bourse de Tokyo a progressé de plus de 18 p. 100 pendant l'année 1976, chiffre à rapprocher de l'évolution de l'indice Dow Jones à New York (17,9 p. 100). De part le monde, seuls ces deux marchés ont bénéficié d'une progression sensible des cours.

Au contraire des bourses occidentales, l'année avait commencé à Tokyo dans un climat de découragement, et devant le retentissement des affaires de corruption l'indice des cours avait même sensiblement reculé pendant un mois à partir de la mi-mars. Les nouvelles économiques au premier trimestre n'étaient pas bonnes, le chômage atteignant son niveau le plus élevé depuis quinze ans. Après la grève du secteur public le 15 avril, les cours remontèrent un peu puis se maintinrent jusqu'à la mi-juin. Devant les bonnes performances réalisées à l'exportation par les entreprises japonaises, les cours reprirent leur mouvement de hausse au troisième trimestre et accentuèrent leur avance pendant le dernier trimestre après que le 25 octobre la Diète a adopté un programme de relance économique. Comme presque tous les marchés boursiers du monde, la Bourse de Tokyo termina l'année sur une note très optimiste, et 1976 constitue ainsi la troisième année de hausse consécutive à la Bourse de Tokyo.

(1) Net des interventions de la Bundesbank et des amortissements ; ces deux chiffres s'entendent pour les dix premiers mois de l'année.

(2) Indice première section.

ANNEXE V

LE CONTENU DES PLAQUETTES ANNUELLES

L'examen des brochures publiées par les sociétés à l'occasion de leur assemblée générale ordinaire annuelle a été effectué, en 1976, par les services de la Commission, en fonction des mêmes critères d'appréciation que l'an dernier. Par ailleurs, compte tenu de la mise en œuvre probable d'une réforme visant à rendre obligatoire, pour les entreprises importantes, la publication d'un « bilan social », une analyse plus approfondie a été faite des éléments de caractère social figurant dans certains rapports.

Le tableau ci-dessous présente pour 1975 et 1976, une ventilation en pourcentage des plaquettes examinées selon leur qualité :

	1975	1976
	(En pourcentage.)	
Excellentes	8,8	8,4
Bonnes	26,3	28,1
Moyennes	22,7	24,8
Médiocres	23,2	24,2
Déficientes	14	14,5
	100	100

Ces statistiques mettent en évidence, au sein des catégories intermédiaires, un glissement sensible de chacune vers la catégorie supérieure, qui résulte essentiellement d'une plus grande fréquence de certains des éléments chiffrés caractéristiques, dont la publication est recommandée par la Commission.

C'est ainsi que le pourcentage des sociétés reprenant dans leur plaquette le tableau des résultats financiers au cours des cinq derniers exercices atteint 95 p. 100 (92 p. 100 en 1975). De même, le pourcentage des sociétés qui présentent des comptes comparés avec au moins ceux de l'exercice précédent est passé de 55 p. 100 à 60 p. 100. Enfin, au plan des renseignements boursiers, 41 p. 100 des sociétés, contre 34 p. 100 en 1975, ont indiqué à leurs actionnaires l'évolution du cours de leurs titres ; 18 p. 100 ont complété ce renseignement par la mention du volume des transactions opérées, contre 14 p. 100 l'an passé.

Cependant, la fréquence des derniers éléments cités reste, en valeur absolue, encore très insuffisante. Il en va de même

d'autres éléments dont la publication est également recommandée par la Commission, et dont l'extension semble, cette année, s'être pratiquement interrompue.

Le nombre des plaquettes qui contiennent un tableau de financement n'a, en particulier, presque pas progressé (30 p. 100 contre 29 p. 100 en 1975). La même constatation peut être faite en ce qui concerne les tableaux synthétiques faisant ressortir, généralement en tête du texte du rapport, les chiffres et les faits saillants sur une ou plusieurs années : la proportion des sociétés qui ont présenté un tableau de ce type est de 19 p. 100 ; elle était de 18 p. 100 l'an passé. Enfin, le pourcentage des documents qui contiennent des renseignements sur la structure de l'actionariat de la société et, le cas échéant, son évolution reste au faible niveau atteint en 1975 (9 p. 100).

Le tableau de comparaison ci-dessus fait également apparaître une relative stabilité du nombre des plaquettes que l'on peut considérer comme excellentes. L'accès à cette catégorie suppose, outre la présence de la plupart des éléments déjà cités, un effort pour rendre attrayantes et substantielles les parties consacrées à la description de l'activité de la société ou du groupe ainsi que, le cas échéant, des filiales. Or, dans ces domaines, la Commission a été amenée à constater une régression dans une quantité notable de brochures.

L'exposé sur l'activité de la société ou du groupe n'est plus satisfaisant que dans 21 p. 100 des cas (30 p. 100 un an auparavant). Il reste correct dans une proportion voisine de celle de l'an dernier (47 p. 100 contre 46 p. 100). Il est, en revanche nettement insuffisant dans 32 p. 100 des cas, alors que ce pourcentage s'élevait l'an dernier à 24 p. 100.

En ce qui concerne la description de l'activité et des perspectives des filiales, celle-ci est insuffisante, voire inexistante, dans 19 p. 100 des cas. Le chiffre correspondant de 1975 était 17 p. 100.

Pour beaucoup de sociétés en cause, les reculs constatés peuvent trouver leur origine dans la situation conjoncturelle. Après un exercice 1975 souvent difficile, les dirigeants se sont estimés parfois dans l'incapacité de fournir des pronostics sur l'évolution future de l'activité de leur entreprise. Parfois aussi, les résultats peu brillants qu'ils avaient à relater les ont conduits à s'appesantir davantage sur la description de phénomènes généraux que sur les facteurs particuliers à leur société. La Commission ne saurait évidemment blâmer les responsables des sociétés de faire preuve de prudence dans leur appréciation de l'avenir lorsque les incertitudes sont grandes. Néanmoins, il conviendrait que la circonspection ne soit pas poussée au point d'être assimilable à une carence de l'information nécessaire sur les difficultés rencontrées et sur la politique de gestion choisie pour les surmonter.

Une soixantaine de sociétés ont inclus dans leurs plaquettes un chapitre relativement étoffé consacré aux relations avec leurs salariés.

Dans la moitié des cas, le chapitre social présente des données classiques, aisément chiffrables : rémunérations, budget de formation professionnelle, aide au logement, œuvres sociales gérées par le comité d'entreprise. Très souvent complétées par la composition et l'évolution des effectifs, ces données servent de support à des considérations sur la politique suivie en matière sociale (accords d'entreprises, modifications apportées ou prévues concernant le statut du personnel, etc.). Bien qu'encore fragmentaire, ce type de compte rendu traduit une prise de conscience par les sociétés cotées de l'utilité d'une information de leurs actionnaires sur cet aspect important de la vie de l'entreprise.

L'autre moitié des plaquettes considérées se distingue par la nature relativement originale des renseignements sociaux ou encore par l'angle particulier sous lequel la politique sociale est présentée. Certains rapports mentionnent, outre les renseignements globaux déjà cités, des ventilations plus fines concernant la composition du personnel employé (âge et ancienneté, origine géographique, importance du personnel temporaire) et les mouvements qui ont pu l'affecter (départs volontaires, licenciements individuels, promotions). De même, en ce qui concerne les rémunérations, des indications sont parfois données sur la répartition des salaires versés (salaire minimum, salaire moyen, éventail des salaires).

Mais le principal apport de ces trente sociétés se situe dans des domaines qui n'avaient été auparavant que très rarement abordés. Il en est ainsi de développements consacrés dans certaines plaquettes à l'amélioration des conditions de travail. Une quinzaine d'entreprises industrielles font également état de statistiques précises relatives à la sécurité du travail (taux de fréquence des accidents, nombre de jours d'arrêt de travail en résultant). En revanche, le problème de l'information et de la concertation dans l'entreprise n'est évoqué que dans dix cas, principalement par l'exposé des moyens mis en place à cet effet (commissions, revues, bulletins). Ces éléments de fait sont très peu accompagnés de commentaires, d'ailleurs bien délicats à formuler, sur la qualité des relations avec les représentants du personnel et les organisations syndicales. Ils permettent néanmoins aux actionnaires un début d'appréciation sur le climat social dans l'entreprise.

La Commission apprécie les efforts accomplis par ces soixante sociétés pour rendre compte des conditions dans lesquelles s'exerce leur fonction d'employeur. Elle souhaite que les meilleurs exemples donnés, comme ceux de Moët Hennessy, Roussel-Uclaf et Creusot-Loire, soient mis à profit par un nombre croissant de sociétés dans leurs prochaines plaquettes annuelles.

ANNEXE VI

LE CONTROLE DE LA REGULARITE DES PUBLICATIONS

Pour la première fois depuis plusieurs années, la Commission a pu constater au cours de l'année 1976 quelques progrès dans la proportion des publications réglementaires effectuées avant le terme des délais prescrits. Cette amélioration provient sans doute d'une plus grande ponctualité des sociétés cotées. Elle est probablement due aussi, dans une mesure difficile à préciser, à une plus grande diligence des Journaux officiels. Il convient en effet de souligner que les statistiques figurant dans les tableaux ci-après se fondent sur les dates de parution au *Bulletin des Annonces légales obligatoires* et non pas sur les dates auxquelles les publications ont été transmises au *Bulletin des Annonces légales obligatoires* par les sociétés.

En 1976, le contrôle des publications a porté sur :

864 sociétés en ce qui concerne la publication des comptes annuels ;

798 sociétés pour les chiffres d'affaires trimestriels, les 66 banques cotées étant dispensées de cette publication ;

755 sociétés, pour les situations provisoires semestrielles du bilan, les 43 compagnies d'assurances jouissant, comme les banques, d'un régime particulier.

Ces nombres ne comprennent pas vingt et une sociétés dont le bilan était inférieur à 10 millions de francs, ni les sept sociétés en liquidation (dont cinq par suite de fusion-absorption) maintenues provisoirement à la cote officielle.

Le tableau I est relatif à la publication des bilans et autres comptes annuels des sociétés cotées dont l'exercice se termine le 31 décembre. En 1976, 135 sociétés (près de 20 p. 100 des sociétés concernées) ont procédé à ce titre à une publication réduite aux seuls documents qui n'avaient pas déjà été publiés en même temps que leur situation provisoire au 31 décembre 1975. Elles avaient en effet, comme le préconisent la direction des Journaux officiels et la Commission, utilisé la possibilité de publier l'ensemble de leurs comptes annuels sans attendre la tenue de l'assemblée générale. Cette pratique présente des avantages indéniables pour la rapidité et la cohérence de l'information. Elle permet en outre d'alléger la charge de travail du *Bulletin des Annonces légales obligatoires* en période estivale. Le projet de modification de la loi du 24 juillet 1966, tel qu'il a été déposé sur le bureau de l'Assemblée nationale, tend à rendre obligatoire pour l'ensemble des sociétés cotées cette publication anticipée des comptes.

Les comptes annuels publiés par des sociétés non cotées ont par ailleurs été au nombre de 1 652 contre 1 507 en 1975. Parmi ces 1 652 sociétés, 1 215 — soit 73,5 p. 100, contre 67,8 p. 100 en 1975 et 65,2 p. 100 en 1974 — ont mentionné leurs liens de filiation à l'égard d'une ou plusieurs sociétés cotées. La Commission a renouvelé auprès des sociétés qui publient leurs comptes annuels au titre de l'article 298 du décret du 23 mars 1967 les recommandations qu'elles avait formulées dans le passé (mention des liens de filiation, publication jumelée avec celle de la société mère) en vue de rendre ces publications réellement utiles. Des sondages ont en outre été effectués à partir des documents publiés par des sociétés cotées, pour vérifier que leurs filiales et participations non cotées tenues à la publication de leurs comptes annuels satisfont bien à cette obligation. Ces sondages n'ont pas révélé d'anomalies.

Les publications des situations provisoires semestrielles du bilan des sociétés dont l'exercice coïncide avec la fin d'un semestre civil font l'objet du tableau II.

Les retards constatés pour la publication des situations provisoires du deuxième semestre 1975 (échéance du 30 avril 1976) contrastent avec les progrès observés par ailleurs, car ils ont été particulièrement flagrants : 38,9 p. 100 de publications dans les délais prescrits contre 53,6 p. 100 un an auparavant ; 65,9 p. 100 de publications deux semaines après l'échéance, contre, en général, plus de 85 p. 100 les années précédentes. Cependant, la ponctualité des sociétés n'était pas réellement en cause : dans la très grande majorité des cas, en effet, les documents à publier avaient été transmis avant l'échéance réglementaire. Les retards étaient essentiellement dus aux difficultés rencontrées par les services des Journaux officiels à cette époque. La Commission croit utile de recommander une nouvelle fois aux sociétés de procéder le plus tôt possible avant la date limite à l'envoi des documents à publier, quelle que soit la nature de ces publications, de manière à pallier le risque d'un délai anormal d'impression provoqué par une surcharge de travail des Journaux officiels.

En ce qui concerne la teneur des situations provisoires publiées, la Commission a pu constater, dans 88 p. 100 des cas pour la situation au 31 décembre 1975, et 72 p. 100 des cas pour celle au 30 juin 1976, que les résultats mentionnés ne comportent aucune qualification (avant ou après amortissements, impôts ou provisions). Ce manque de précision est d'autant plus regrettable que, le plus souvent, seule la situation provisoire du bilan est publiée et que le lecteur ne peut se reporter aux comptes de résultats pour vérifier les postes de charges provisionnés pour le calcul du résultat. Il importe que les sociétés portent la plus grande attention à indiquer expressément le niveau comptable auquel se situe le résultat publié, de manière à éviter des erreurs d'interprétation.

Enfin, le tableau III montre les pourcentages relatifs aux publications de chiffres d'affaires trimestriels des sociétés qui clôturent leur exercice à la fin d'un trimestre civil. Ces publications ont été assurées dans le délai réglementaire dans une proportion notablement meilleure qu'en 1975.

Bien que de nombreuses sociétés accompagnent déjà leurs publications de chiffres d'affaires des commentaires utiles à leur bonne compréhension, la Commission croit nécessaire de rappeler encore que tout événement de la vie sociale qui affecte de façon substantielle la comparaison des chiffres d'affaires publiés doit être mentionné en note. Il en est ainsi par exemple d'un changement important de structure ou de la prise en location-gérance d'une exploitation industrielle ou commerciale.

La Commission a été, d'autre part, conduite à attirer l'attention des sociétés sur l'ordre à adopter pour la présentation matérielle des données comparées. En effet, un certain nombre de sociétés indique le chiffre d'affaires afférent à l'exercice en cours, ou venant de se terminer, dans la première colonne, à gauche, et le chiffre d'affaires afférent à l'exercice précédent dans la seconde colonne, à droite. L'usage général en France étant de présenter des données comparées dans l'ordre chronologique, de gauche à droite, l'adoption d'un ordre inverse crée toujours un risque d'erreur. La Commission a donc recommandé aux sociétés de se conformer à l'usage français, non seulement pour les chiffres d'affaires, mais aussi, sauf raison valable, pour toute autre publication de données comparées.

La Commission a continué d'adresser des rappels aux sociétés n'ayant pas exécuté leurs obligations à bonne date et de publier la liste de celles dont le retard était caractérisé (1).

(1) Sociétés défailtantes signalées en 1976 dans le bulletin mensuel de la Commission : Demay Frères, Société générale de fonderie, Société des bains de mer et du cercle des étrangers à Monaco, la Paix-Vie, M. L. S. Participations, Société de Thanh-Tuy-Ha, Wibault-Dreux, Moteurs Baudoin, Compagnie des Eaux et de l'Ozone, Société indochinoise de plantations d'hévéas, Caoutchoucs de Kompong-Thom, Société française des téléphones Ericsson, Sicli.

TABLEAU I

Publication des comptes annuels (1).
(En pourcentage.)

PUBLICATIONS	COMPTES	COMPTES	COMPTES	COMPTES	COMPTES
	au 31 décembre 1971.	au 31 décembre 1972.	au 31 décembre 1973.	au 31 décembre 1974.	au 31 décembre 1975.
Dans les délais réglementaires (45 jours après l'assemblée générale annuelle).....	50,8	43,7	34,8	26,9	60,4
(Dont dans les 15 jours).....	(6,3)	(4,5)	(6,8)	(1,3)	(33)
Moins d'un mois après l'échéance du délai réglementaire	38,2	33,8	20,3	38,8	29
Plus d'un mois après l'échéance du délai réglementaire.	8,1	19	40,9	28,7	6,2
Pas de publication.....	2,9	3,5	4	5,6	4,4
	100	100	100	100	100
Nombre de sociétés concernées.....	829	825	787	781	750

(1) Pour l'établissement de ce tableau n'ont été retenues que les sociétés dont l'exercice se termine le 31 décembre.

TABEAU II

Publication des situations provisoires du bilan (1).

(En pourcentage.)

PUBLICATIONS	SITUATION PROVISoire									
	à la fin du :									
	DEUXIÈME SEMESTRE					PREMIER SEMESTRE				
	1971	1972	1973	1974	1975	1972	1973	1974	1975	1976
Dans les délais réglementaires (quatre mois après la fin du semestre).....	85,3	84,2	77,8	53,6	38,9	94,9	62	88,9	84,4	87,3
(Dont dans les trois mois).....	(8,7)	(7,7)	(6,6)	(6,2)	(5,3)	(24,1)	(0,7)	(1,4)	(2,5)	(23,9)
Moins de deux semaines après l'échéance du délai réglementaire	4,6	5,9	9,7	33,6	27	2	33,7	2,4	7,2	11,1
Plus de deux semaines après l'échéance du délai réglementaire)	3,3	5	4	11,5	26,2	1,6	2,6	6,7	4,5	0,4
Pas de publication.....	6,8	4,9	8,5	1,3	7,9	1,5	1,7	2	3,9	1,2
	<u>100</u>	<u>100</u>	<u>100</u>	<u>100</u>	<u>100</u>	<u>100</u>	<u>100</u>	<u>100</u>	<u>100</u>	<u>100</u>
Nombre de sociétés concernées.....	774	756	727	713	672	760	753	711	712	670

(1) 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 social se termine à la fin d'un semestre civil.

TABLEAU III

Publication du chiffre d'affaires (1).

(En pourcentage.)

PUBLICATIONS	1972	1973	1974	1975					1976				
	Moyenne annuelle.	Moyenne annuelle.	Moyenne annuelle.	4 ^e trimestre	1 ^{er} trimestre	2 ^e trimestre	3 ^e trimestre	Moyenne annuelle.	4 ^e trimestre	1 ^{er} trimestre	2 ^e trimestre	3 ^e trimestre	Moyenne annuelle.
Dans les délais réglementaires (45 jours après la fin du trimestre).....	89,7 (11,5)	87,9 (14,8)	84,3 (7,7)	84 (8,6)	69,5 (5,9)	89,3 (24,3)	33,3 (25,2)	69 (16)	84,8 (9,1)	85,3 (6,5)	92,8 (19,5)	90,5 (13,3)	88,4 (12,1)
Moins de 2 semaines après l'échéance du délai réglementaire.....	6,4	8	7,1	10,2	23,2	7,1	63,6	26	11,6	10,4	4,6	8,2	8,6
Plus de 2 semaines après l'échéance du délai réglementaire.....	1,6	2,3	6,7	5,2	6,2	2,1	1,1	3,7	2,7	3,9	1,9	1	2,4
Pas de publication.....	2,3	1,8	1,9	0,6	1,1	1,5	2	1,3	0,9	0,4	0,7	0,3	0,6
	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Nombre de sociétés concernées.....	868	897	813	811	813	815	798	809	804	769	768	766	777

(1) Pour l'établissement de ce tableau, n'ont été retenues que les sociétés, autres que les banques inscrites, dont l'exercice social se termine à la fin d'un trimestre civil.

ANNEXE VII

LA PUBLICATION DES COMPTES CONSOLIDES

La progression, déjà constatée les années passées, du nombre de sociétés cotées publiant des comptes consolidés s'est confirmée en 1976. Par ailleurs, la qualité des informations publiées s'est dans l'ensemble améliorée et les commissaires aux comptes sont intervenus plus fréquemment pour approuver les comptes consolidés. Mais des lacunes sont encore à relever, notamment au niveau des commentaires qui accompagnent les comptes.

Le nombre de sociétés cotées ayant publié en 1976 des comptes consolidés s'établit à 292, contre 267 en 1975. Cette variation s'analyse de la manière suivante :

Sociétés ayant publié des comptes consolidés en 1975	267
Sociétés ayant publié en 1975 dans une note d'information et qui n'ont pas publié en 1976.....	— 4
Autres sociétés n'ayant pas publié en 1976.....	— 16
Sociétés ayant publié pour la première fois en 1976 spontanément	+ 39
Sociétés ayant publié pour la première fois en 1976 dans une note d'information.....	+ 6
Total des publications en 1976.....	292

Par rapport au nombre total des sociétés cotées qui pourraient procéder à la consolidation de leurs comptes avec ceux de leurs filiales ou participations, la proportion est d'environ 58 p. 100 contre 55 p. 100 en 1975.

Parmi les 20 sociétés qui publiaient en 1975 et n'ont pas publié en 1976, 8 ont disparu de la cote officielle soit par suite de radiation (4), soit parce qu'elles ont été absorbées par une autre société (4). La consolidation est devenue par ailleurs sans objet pour 5 sociétés. Quatre autres sociétés se sont trouvées confrontées à des difficultés particulières (dépôt de bilan, nationalisation d'une filiale étrangère, etc.) les plaçant dans l'impossibilité d'établir en 1976 des comptes consolidés. Enfin, dans trois cas, il s'agit de sociétés (La Concorde, Constructions métalliques et entreprises, Compagnie des lampes) qui avaient publié des comptes consolidés dans une note d'information, pour obtenir le visa de celle-ci, et qui n'ont pas estimé utile de continuer.

La teneur des informations publiées spontanément par 286 sociétés s'est améliorée sur plusieurs points.

Ainsi, le nombre de sociétés qui ne publient que leur bilan a diminué : de 54 en 1975, il est passé à 46 en 1976. Dix de ces dernières ont néanmoins fourni quelques éléments financiers de résultats. Le pourcentage des sociétés qui joignent à leur bilan des comptes de résultats consolidés s'établit donc à 84 p. 100, contre 80 p. 100 l'an dernier. Dans environ deux tiers des cas, ces comptes de résultats se présentent sous la forme d'un compte d'exploitation générale et d'un compte de pertes et profits distincts.

Le nombre de sociétés qui présentent leurs comptes consolidés en les comparant avec, au moins, ceux de l'exercice précédent est en progrès sensible (170 sociétés, contre 129 l'an passé). Des tableaux de financement accompagnent un peu plus fréquemment les comptes (50, contre 41 en 1975). Mais leur nombre, en valeur absolue, reste faible.

On peut s'étonner que certaines sociétés aient omis de faire figurer la part revenant aux tiers dans la situation nette du groupe (27 sociétés) et dans le résultat net (31 sociétés). Cette omission vide d'une partie de son sens la consolidation, car il n'est plus possible d'apprécier l'importance exacte des actifs dont le groupe dispose en propre, ni celle de la capacité bénéficiaire qui lui est acquise.

Cependant, les principales insuffisances constatées concernent les commentaires. Certes, le nombre des sociétés qui ne joignent aucun commentaire à leurs comptes consolidés est désormais peu important (22 sociétés). Mais la qualité et le nombre des indications fournies laissent souvent à désirer et la fréquence de certaines d'entre elles n'a, dans la plupart des cas, pratiquement pas augmenté d'une année sur l'autre.

Dans 35 p. 100 des cas, les critères de sélection des sociétés consolidées suivant les différentes méthodes ne sont pas mentionnés. La liste des sociétés consolidées est absente dans 22 p. 100 des cas ; lorsqu'elle est donnée, la distinction entre sociétés intégrées globalement et sociétés mises en équivalence n'est parfois pas indiquée. Les commentaires ne font apparaître que dans moins de la moitié des cas les pourcentages de participation du groupe dans les sociétés consolidées. La nature des retraitements opérés et les taux de conversion des comptes libellés en monnaies étrangères, lorsqu'il y a lieu, font défaut dans 30 p. 100 des cas.

Les sociétés prennent trop rarement le soin d'explicitier la décomposition par filiale et, éventuellement, par nature des postes spécifiques de la consolidation (différence de consolidation, survaleur). Ces indications ne figurent que dans un sixième des cas pour les différences de consolidation et un tiers des cas pour les survaleurs. En revanche, sur ce dernier point, les sociétés concernées mentionnent très souvent la justification économique de la survaleur globale, ainsi que, le cas échéant, le mode d'amortissement adopté : ce type d'explications n'est omis que dans 18 p. 100 des cas où une survaleur apparaît au bilan.

Enfin, parmi les sociétés qui signalent les changements intervenus d'un exercice à l'autre, soit dans les méthodes, soit dans le périmètre de consolidation, rares sont celles qui fournissent des comptes consolidés comparables pour les exercices en cause. Les 20 sociétés qui l'ont fait ont pour la plupart choisi de reconstituer sur les nouvelles bases les comptes de l'exercice précédent.

Les commissaires aux comptes ont été appelés à examiner les comptes consolidés dans 162 cas (130 en 1975). Leur intervention se traduit par une certification, assortie de réserves dans quelques cas, de la régularité ou de la sincérité des comptes de 119 groupes. Dans les 43 autres cas, les commissaires mentionnent simplement leur accord sur les méthodes adoptées, en précisant parfois si les comptes des filiales intégrées ont bien fait l'objet d'une certification.

Sociétés cotées ayant publié des comptes consolidés.

COMPTES PUBLIÉS au cours de l'année.	1972		1973		1974		1975		1976	
	A	B	A	B	A	B	A	B	A	B
Un bilan seul	42	(20)	55	(18)	49	(16)	54	(17)	46	(9)
Un bilan consolidé plus un ou deux comptes de résultats consolidés.....	121	(50)	161	(75)	183	(76)	213	(78)	246	(104)
Total	163	(70)	216	(93)	232	(92)	267	(95)	292	(113)
Variation	+ 59	(+ 21)	+ 53	(+ 23)	+ 16	(- 1)	+ 35	(+ 3)	+ 25	(+ 18)

A = total des sociétés ayant publié.

B = dont sociétés cotées à terme.

ANNEXE VIII

RECOMMANDATIONS DE LA COMMISSION RELATIVES A L'INFORMATION SUR L'ACTIONNARIAT DES SOCIETES COTEES

(Extrait du bulletin mensuel de la C. O. B. — Janvier 1977.)

La répartition du capital des sociétés françaises dont les actions sont admises à la cote officielle et les modifications substantielles affectant cette répartition font encore trop souvent l'objet d'une information insuffisante, alors qu'elles constituent des éléments importants de l'appréciation boursière des titres.

Il est, d'une part, normal que le public appelé à détenir les actions d'une société sache qui contrôle effectivement cette société et qui est en mesure d'exercer une influence sur sa gestion. Les actionnaires principaux, même personnes physiques, ne peuvent légitimement invoquer leur souci de discrétion à l'encontre d'une exigence née de l'appel public à l'épargne.

D'autre part, la Commission a pu constater que les incertitudes concernant la répartition du capital favorisent la circulation de rumeurs incontrôlables ou l'utilisation de renseignements privilégiés. Elles sont donc nuisibles au fonctionnement régulier d'un marché fondé sur le principe d'égalité.

Chargée de veiller à l'information convenable des porteurs de valeurs mobilières et au bon fonctionnement du marché, la Commission considère que des progrès sont indispensables dans la connaissance continue de l'actionnariat des sociétés. Les souhaits qu'elle a, dans ses publications antérieures, exprimés à ce sujet ont été inégalement satisfaits.

Elle fait appel aux dirigeants des sociétés cotées pour qu'ils prennent pleinement conscience des besoins d'information de leurs actionnaires et du marché dans ce domaine et s'attachent à suivre les recommandations ci-dessous énoncées.

Recommandations de la Commission des opérations de bourse.

I. — Le rapport établi annuellement par le conseil d'administration ou le directoire des sociétés dont les actions sont admises à la cote officielle contient en annexe la liste des actionnaires ou groupes d'actionnaires qui, à la connaissance de l'organe d'administration, détiennent 5 p. 100 ou plus du capital social, en précisant la participation de chacun d'eux. Cette information, si elle fait apparaître une modification substantielle par rapport

à l'année précédente, est accompagnée des commentaires nécessaires pour éclairer l'ensemble des actionnaires sur les incidences éventuelles de cette modification.

II. — Une société cotée avisée, en exécution de l'article 358 de la loi du 24 juillet 1966, d'une prise de participation par une autre société de 10 p. 100 ou plus dans son capital, porte cette information sans retard à la connaissance de ses actionnaires et du public, avec les commentaires qui pourraient s'imposer.

III. — Plus généralement, tout changement substantiel dans la composition de son actionnariat constitue pour une société cotée, dès qu'elle en a connaissance, la matière d'une information occasionnelle qui est publiée dans les moindres délais, surtout si ce changement s'accompagne d'une fluctuation importante des cours.

IV. — L'information prévue aux paragraphes II et III ci-dessus n'est plus nécessaire si elle a été donnée publiquement et complètement par la personne physique ou morale qui a acquis une participation ou modifié sa participation antérieure. Il est à ce propos rappelé que les règles à suivre en matière d'information occasionnelle doivent conduire les sociétés cotées à faire connaître leurs prises ou cessions importantes de participation, particulièrement dans d'autres sociétés cotées.

ANNEXE IX

LES VISAS ET DISPENSES DE NOTES D'INFORMATION

Le nombre de visas accordés en 1976 par la Commission dans les cas prévus par l'article 6 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 et par la réglementation des offres publiques apparaît en légère diminution par rapport à l'année précédente (— 4 p. 100). Ainsi que le montre le tableau I ci-dessous, cette régression est le fait des sociétés étrangères, le nombre d'opérations effectuées par des sociétés françaises étant pour sa part en augmentation, quoique modérée.

En effet, les introductions en bourse de valeurs étrangères, dont le nombre s'était élevé à 7 et 6 respectivement en 1974 et 1975 se sont limitées à deux sociétés américaines. Par ailleurs, le nombre des émissions d'actions contre espèces a diminué d'un tiers par rapport à 1975, restant néanmoins supérieur à celui de 1974. Les 16 émetteurs concernés comprennent principalement 4 sociétés allemandes, 4 sociétés britanniques et 3 sociétés de la zone franc.

Les sociétés françaises, en ce qui les concerne, se sont vu accorder 163 visas, soit 6 de plus qu'en 1975.

Malgré la conjoncture boursière défavorable, les visas accordés pour des introductions en bourse de valeurs nouvelles sont restés à un niveau voisin de celui de 1975. Cependant, cette constatation recouvre des réalités sensiblement différentes d'une année à l'autre (cf. annexe XI). Par ailleurs, il convient d'expliquer, comme dans le précédent rapport, la différence entre le nombre de visas mentionné sous cette rubrique dans le tableau I (14) avec le nombre d'admissions à la cote officielle de valeurs françaises nouvelles indiqué à l'annexe XI (28). D'une part, les décisions d'admission à la cote officielle d'obligations émises par des sociétés ou établissements n'ayant par ailleurs aucun titre coté sont fréquemment prononcées avec dispense de note d'information, l'émission de ces titres étant le plus souvent faite par appel public à l'épargne et ayant par conséquent donné lieu, peu de temps auparavant, à l'établissement d'un document visé. En 1976, 13 décisions d'admission à la cote officielle ont été prises dans ces conditions. Les opérations initiales figurent, pour 12 d'entre elles, à la rubrique « emprunt obligataire » du tableau des visas (en 1975 : 3 ; en 1976 : 9), et, pour la dernière, à la rubrique « O.P.E. ». D'autre part, le visa accordé pour l'admission à la cote des actions d'apport Solex est mentionné dans les « autres opérations ».

La progression du nombre des visas accordés pour des émissions d'actions contre espèces nécessite une appréciation nuancée.

Le nombre d'opérations a certes augmenté (59 contre 49), sans toutefois retrouver le niveau de 1974 (62), lui-même en retrait sur les années antérieures. En revanche, le montant global des capitaux recueillis est en diminution sensible (cf. annexe III).

Il est à noter que 8 visas concernent des augmentations de capital de S.D.R., réalisées dans le cadre de conventions passées avec l'Etat en vue d'accroître les interventions de ces sociétés en faveur des entreprises régionales de petite ou moyenne dimension.

La faiblesse continue des émissions d'actions depuis plusieurs années n'est aucunement compensée par les émissions d'obligations convertibles, dont le nombre a encore diminué en 1976 (8 contre 12).

Soixante neuf visas ont été accordés en vue de l'émission d'obligations, soit 4 de plus qu'en 1975. L'un d'entre eux n'ayant pu être utilisé en temps utile par la société bénéficiaire, un second visa a été accordé à cette société pour la même opération. Par ailleurs, une société a finalement eu recours à un mode de financement différent de l'emprunt obligataire initialement envisagé, renonçant ainsi au visa qui lui avait été accordé. En définitive, ce sont 67 emprunts obligataires émis, ou à émettre dans les premiers mois de 1977, qui sont concernés par ces visas.

La répartition des émissions par catégories d'émetteurs fait apparaître d'une année sur l'autre les évolutions suivantes : les groupements et S.D.R. ainsi que les sociétés concessionnaires de grands travaux, avec respectivement 19 et 7 opérations, retrouvent pratiquement les chiffres de 1975 (21 et 8) ; les sociétés financières ou immobilières progressent fortement (29 opérations contre 19), tandis que les sociétés industrielles et commerciales ont eu relativement peu recours à ce type de financement (12 opérations contre 17).

La Commission s'est par ailleurs réservé la possibilité de dispenser les sociétés de l'établissement d'une note d'information lors de l'admission à la cote de certains de leurs titres, eu égard aux circonstances particulières, notamment l'information dont a pu disposer le public, dans lesquelles a été réalisée ou décidée l'émission de ces titres. La répartition des dispenses accordées au cours des cinq dernières années fait l'objet du tableau II ci-après. En 1976, le nombre des dispenses s'est élevé à 350, soit 4 p. 100 de moins que l'an dernier.

On note, cette année encore, une diminution sensible des dispenses de notes consécutives à des attributions gratuites effectuées par des sociétés françaises. Les incertitudes de la conjoncture et, de manière indirecte, la faiblesse des augmentations de capital en numéraire, qui auraient permis l'incorporation de réserves dans des conditions fiscales avantageuses, expliquent sans doute la réduction continue depuis plusieurs années du nombre de ces opérations.

Le nombre des cas relatifs à des actions d'apport est aussi en diminution (50 contre 57). Ce phénomène traduit à la fois le maintien en 1976 d'un rythme peu élevé pour les opérations de restructuration (cf. annexe XII), et la réduction progressive du nombre des titres émis lors d'apports réalisés au cours des années précédentes et qui n'avaient pas, pour des raisons diverses, été cotés jusque-là.

Enfin, les dispenses concernant des actions étrangères, émises pour la plupart à la suite d'attributions gratuites, se sont maintenues au niveau élevé atteint en 1975.

TABLEAU I

Visas de notes d'information 1972-1976.

NATURE DES OPÉRATIONS	NOMBRE DE VISAS DONNES							
	1972	1973	1974		1975		1976	
			Sociétés françaises.	Sociétés étrangères.	Sociétés françaises.	Sociétés étrangères.	Sociétés françaises.	Sociétés étrangères.
Introduction en bourse.....	21	30	9	7	16	6	14	2
Emission d'actions contre espèces.....	103	78	62	6	49	25	59	16
Emprunt obligataire.....	48	54	43	»	65	1	69	1
Emission d'obligations convertibles.....	11	18	18	1	12	1	8	»
O. P. A.	22	14	6	»	7	»	4	»
O. P. E.	5	12	8	»	8	»	7	»
Autres opérations.....	6	3	3	»	»	»	(2) 2	»
			149	14	157	33	163	19
Total	(1) 216	(1) 209	163		190		182	

(1) Dont, sociétés étrangères : 1972, 19 ; 1973, 25.

(2) Dont, une constitution de société par appel public à l'épargne et une admission à la cote d'actions d'apport.

TABLEAU II

Dispenses de notes d'information.

NATURE DES OPÉRATIONS	DISPENSES ACCORDÉES PAR LA COMMISSION				
	En 1972.	En 1973.	En 1974.	En 1975.	En 1976.
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.....	123	97	106	109	117
Admission à la cote d'actions attribuées à titre gratuit à la suite d'une augmentation de capital par incorporation de réserves.....	98	75	108	76	66
Admission à la cote de valeurs émises par des sociétés étrangères à la suite d'attributions gratuites ou/et d'opérations diverses.....	46	57	45	73	72
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).....	97	93	74	57	50
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).....	1	»	»	2	•

NATURE DES OPÉRATIONS	DISPENSES ACCORDÉES PAR LA COMMISSION				
	En 1972.	En 1973.	En 1974.	En 1975.	En 1976.
Admission à la cote d'actions émises contre espèces (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).....	9	7	6	9	7
Admission à la cote d'obligations dont la souscription a été réservée à des compagnies d'assurances ou organismes assimilés et qui ont été émises, soit par un établissement public ou une société d'intérêt national qui procède régulièrement à de telles émissions, soit par une société commerciale qui pratique une politique d'information reconnue de qualité.....	21	18	6	10	4
Admission à la cote d'actions à provenir de la conversion d'obligations convertibles à tout moment.....	7	17	22	13	14
Admission à la cote de valeurs émises avant le 31 décembre 1967 (régime transitoire)	4	3	3	»	1
Admission de titres émis par des sociétés ou des établissements qui s'adressent régulièrement au marché financier et qui ont été dispensés de note d'information lors de l'émission de ces titres.....	3	10	13	11	14
Divers	»	6	3	6	5
Total	409	383	386	366	350

ANNEXE X

LE TABLEAU DES VARIATIONS DE SITUATION NETTE

Le modèle ci-après, qui a fait l'objet de recommandations de la commission publiées dans les bulletins mensuels de février 1976 et janvier 1977, est conçu de manière à faire apparaître, en solde, la part de l'accroissement ou de la diminution (en unités monétaires courantes) de la situation nette, ne relevant pas expressément d'une décision des actionnaires, à une ligne intitulée « variation de la situation nette au cours de l'exercice hors opérations de structure ». Etant donné l'information recherchée, la situation nette s'entend au sens large, c'est-à-dire y compris les subventions d'équipement et les comptes dénommés « provisions » bien qu'ils soient dotés par prélèvement direct sur un poste de la situation nette.

Il convient de rappeler que le tableau développé des variations de la situation nette (tableau II de la présente annexe) n'est pas une fin en soi, mais que son intérêt est de déterminer correctement la partie de la variation de la situation nette qui peut être considérée comme ayant un caractère de résultat, pour remplir le tableau I. Ce dernier qui rapproche, en chiffres globaux et par action, le résultat comptable publié et la variation de la situation nette, constitue l'information la plus utile pour les utilisateurs des comptes annuels des sociétés.

I. — Résultats de l'exercice.

TOTAL EN MILLIERS DE FRANCS ET EN FRANCS PAR ACTION	RAPPEL 1975	1976
Résultat comptable :		
Milliers de francs.....		
Francs		
Variation de la situation nette (H) :		
Milliers de francs.....		
Francs		
Dividende proposé :		
Milliers de francs.....		
Francs		

II. — Tableau des variations de la situation nette.
(En milliers de francs.)

	1976
A	
1. Situation nette à la clôture de l'exercice 1975 avant affectations.....	
2. Affectations de résultats à la situation nette par l'A. G. O.....	
3. Situation nette à l'ouverture de l'exercice 1976	
B	
Apports reçus avec effet rétroactif à l'ouverture de l'exercice 1976.....	
1. Variation du capital.....	
2. Variation des autres postes.....	
C (= A 3 + B)	
Situation nette à l'ouverture de l'exercice après apports rétroactifs.....	
D	
Variations en cours d'exercice :	
1. Variations du capital.....	
2. Variations des primes, réserves, report à nouveau.....	
3. Variations des « provisions » relevant de la situation nette.....	
4. Contreparties de réévaluations.....	
5. Variations des provisions réglementées et subventions d'équipement.....	
6. Autres variations.....	
E	
Situation nette au bilan de clôture de l'exercice 1976 avant A. G. O. (= C ± D).....	
F	
Variation totale de la situation nette au cours de l'exercice (= E — C).....	
G	
Dont : variations dues à des modifications de structure au cours de l'exercice.....	
H	
Variation de la situation nette au cours de l'exercice hors opérations de structure (F — G).....	

Commentaires.

La situation nette en clôture ou à l'ouverture comprend le capital, les primes d'émission ou d'apport, les réserves et report à nouveau, les subventions d'équipement aussi longtemps qu'elles n'ont pas été rapportées aux résultats, les « provisions » relevant de la situation nette, les écarts de réévaluation, les provisions réglementées par les autorités fiscales.

Dans le cas des banques, les provisions réglementées, qui sont incluses au bilan dans le poste Comptes de régularisation, provisions et réserves, doivent être réintégrées pour l'établissement du tableau dans la situation nette (et donc dans ses

variations). Il est souhaitable, pour permettre au lecteur de vérifier, par comparaison des bilans, l'établissement de ce tableau, d'indiquer dans une note annexe le montant des provisions réglementées incluses dans les comptes de régularisation à la fin des exercices de référence.

Variation des « provisions » relevant de la situation nette. Sont à porter à cette ligne les mouvements des postes improprement baptisés provisions dès lors que ceux-ci présentent le caractère d'avoir été constitués ou dotés par virement d'un poste de situation nette (dans le modèle précédent du tableau II, ils étaient appelés « provisions générales à caractère de réserve » ce qui prêtait à confusion).

Contreparties de réévaluations. Sont à porter sous cette rubrique mais sur deux lignes distinctes portant la désignation adéquate, d'une part l'écart de réévaluation résultant de l'application de l'article 61 de la loi de finances pour 1977 et d'autre part les éventuels écarts de réévaluation libre.

Les « modifications de structure au cours de l'exercice » sont les augmentations de capital en espèces, les réceptions d'apports en nature, éventuellement les apports partiels faits à d'autres sociétés lorsqu'ils entraînent réduction de réserves ou de provisions réglementées, les réévaluations libres ou réglementées, les répartitions d'actif aux actionnaires. Leur élimination (ligne G soustraite de la ligne F) permet de mettre en évidence la « variation hors opérations de structure » qui seule a un caractère de résultat, et doit être rapprochée du résultat comptable dans le tableau I.

Il convient d'indiquer en note le montant des dettes d'impôt incluses dans les postes de la situation nette appelés à être rapportés au résultat imposable au cours d'exercices ultérieurs.

En cas de modification des droits à bénéfices par action (attributions gratuites...) les montants par action de l'exercice précédent doivent être donnés à la fois pour leurs montants réels et ajustés.

ANNEXE XI

LES DECISIONS SUR LES VALEURS NEGOCIABLES

A. — Les admissions à la cote officielle de nouvelles valeurs françaises.

Au cours de l'année 1976, la Commission s'est prononcée sur 27 demandes d'admission à la cote officielle de valeurs françaises qui n'y étaient pas encore représentées et sur 1 demande d'admission d'actions d'apport analysée comme une véritable introduction en bourse. Sur ces 28 dossiers, 11 concernaient des actions et 17 des obligations.

I. — Actions françaises.

Bénéficiant de la poursuite de la hausse des cours constatée durant le dernier trimestre 1975 et qui s'est poursuivie pendant le premier trimestre de l'année 1976, le nombre des introductions en bourse a été le même que l'année précédente (11). Néanmoins il convient de signaler que 7 d'entre-elles ont eu lieu au cours du premier semestre contre 4 en 1975 et seulement 4 au cours du second semestre (contre 7 en 1975). Elles se décomposent de la façon suivante :

Sept valeurs financières, soit :

Trois sociétés nationales : la Société centrale des assurances générales de France, la Société centrale du groupe des assurances nationales et la Société générale, dont la fraction du capital cessible en vertu de la loi du 4 janvier 1973 (soit 25 p. 100) a été admise à la cote.

Deux sociétés de crédit-bail immobilier : Immobil-B. T. P. et Batinorest, filiale de Sociétés de développement régional ;

Une banque de dépôts : Electrobanque (1), filiale de la Compagnie générale d'électricité, précédemment négociée sur le marché hors cote de la Bourse de Paris ;

Une banque de crédit à long et moyen terme : la Banque hypothécaire européenne.

Quatre valeurs industrielles et commerciales, soit :

Deux sociétés dont aucun titre n'avait été précédemment coté en Bourse : Damart-Serviposte et Darty et Fils S. A. (magasins) ;

La Ruche picarde (succursaliste), précédemment négociée sur le marché hors cote de la Bourse de Lille ;

Solex S. A., déjà inscrite à la cote officielle pour 50 613 actions, à l'occasion de l'admission de 599 207 actions d'apport.

Parmi ces 11 sociétés, 2 font l'objet de négociations à la Bourse de Lille (Batinorest et La Ruche Picarde) ; les 9 autres sont négociées à la Bourse de Paris.

(1) L'admission à la cote officielle n'a eu lieu que le 14 février 1977.

NOM DES SOCIÉTÉS	BANQUE introductrice.	DATE de la décision de la commission.	DATE d'admission à la cote officielle.	BOURSE de cotation.	COMPARTIMENT de la cote officielle.
Société centrale des assurances générales de France.....	Société.	20 janvier.	16 février.	Paris.	Assurances.
Société centrale groupe des assu- rances nationales.....	Société.	3 février.	30 mars.	Paris.	Assurances.
Immobail - B. T. P.	Société-C. C. B. P.	17 février.	16 mars.	Paris.	Banques et sociétés finan- cières.
La Ruche picarde.....	B. U. E.	13 avril.	10 mai.	Lille.	Alimentation.
Damart - Serviposte	Société générale.	27 avril.	1 ^{er} juin.	Paris.	Magasins.
Banque hypothécaire euro- péenne	Banque Dreyfus.	25 mai.	15 juin.	Paris.	Banques et sociétés finan- cières.
Société générale.....	Société.	9 juin.	28 juin.	Paris.	Banques et sociétés finan- cières.
Darty et Fils S. A.	B. P. P. B.	28 septembre.	26 octobre.	Paris.	Magasins.
Electrobanque	Société générale.	9 novembre.	14 février 1977.	Paris.	Banques et sociétés finan- cières.
Batinorest	Société.	23 novembre.	21 décembre.	Lille.	Banques et sociétés finan- cières.
Solex S. A.	Société.	7 décembre.	30 décembre.	Paris.	Automobiles.

Depuis 1968, 113 sociétés ont donc été introduites en bourse, dont 55 sociétés financières et 58 sociétés industrielles et commerciales. Parmi celles-ci, 104 ont été admises à la Bourse de Paris et 9 sur une bourse régionale (4 à Nancy, dont une transférée à Paris après deux ans ; 4 à Lille et une à Bordeaux).

Les actions de 24 de ces sociétés étaient préalablement négociées sur un marché hors cote. Une société avait déjà une partie de son capital inscrit à la cote officielle. 88 sociétés ont fait l'objet d'une admission à la cote officielle. Pour 62 d'entre elles la procédure de mise en vente de titres sur le marché a été appliquée. Pour les 26 autres, la diffusion du capital dans le public, préalablement à l'introduction en Bourse, a été jugée satisfaisante :

Soit qu'il s'agisse de valeurs issues de la restructuration de sociétés déjà cotées : fusions, absorptions, regroupements, conversions de parts... pour lesquelles la procédure d'introduction en Bourse a néanmoins été appliquée (18 cas) ;

Soit qu'il s'agisse de SICOMI spécialisées dans le financement des télécommunications, dont l'admission à la cote officielle a immédiatement suivi une émission en numéraire ouverte au public (3 cas) ;

Soit qu'il s'agisse de sociétés nationales dont la fraction cessible du capital (25 p. 100) est diffusée par attributions d'actions gratuites au personnel et cessions à titre onéreux (5 cas).

Valeurs françaises à revenu variable.
Décisions d'admission à la cote officielle.

COMPARTIMENTS	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	TOTAL
1. Assurances	»	»	»	2	»	»	»	1	2	5
2. Banques et sociétés financières	4	»	10	3	3	3	* 3	* 3	5	* 34
3. Sociétés foncières et immobilières..	5	3	»	»	1	1	1	»	»	11
4. Sociétés d'investissement et de portefeuille	1	»	»	1	1	2	»	»	»	5
6. Alimentation	»	2	2	3	»	2	»	1	1	11
7. Automobiles	»	»	»	»	»	»	»	»	1	1
8. Bâtiment	»	»	3	»	»	1	»	»	»	4
12. Constructions mécaniques	»	»	1	»	1	2	»	»	»	4
13. Constructions navales	»	»	»	»	»	»	1	»	»	1
15. Hôtel	»	»	»	»	1	»	»	»	»	1
17. Magasins	»	1	»	»	»	»	»	»	2	3
18. Matériel électrique.	1	2	1	1	1	2	»	2	»	10
19. Métallurgie	»	2	»	1	»	2	»	»	»	5
22. Pétroles et carburants	1	»	»	1	»	»	»	»	»	2
23. Produits chimiques.	2	1	»	»	1	»	1	1	»	6
25. Textiles	1	»	»	1	»	»	»	»	»	2
28. Divers	»	»	2	1	2	1	»	3	»	9
Total	15	11	19	14	11	16	* 6	* 11	11	* 114

(*) Locobail-Immobilier ayant fait l'objet de deux décisions d'admission (en 1974 et 1975), le nombre d'introductions en bourse effectives est de 113 au lieu de 114 (5 en 1974 au lieu de 6).

Bien que la procédure d'examen des dossiers d'admission n'ait pas été modifiée, la Commission a demandé systématiquement que soient pris par les sociétés des engagements concernant le programme de travail des commissaires aux comptes pour les années à venir. Dans la plupart des cas la Commission a cependant accepté que la révision comptable soit effectuée par les commissaires aux comptes de la société ; néanmoins pour quatre sociétés la révision a été accomplie par des cabinets d'experts comptables indépendants.

Les tableaux suivants montrent les résultats de la procédure de mise en vente qui a été utilisée cinq fois cette année.

SOCIÉTÉS	NOMBRE de titres représentant le capital social de la société.	NOMINAL	NOMBRE de titres admis à la cote officielle.	NOMBRE de titres offerts.	EN pourcentage du capital de la société.	PRIX d'offre.
						Francs.
Immobil - B. T. P.	1 200 000	100	1 050 000	300 000	25	114
Damart-Serviposte	514 200	50	514 200	128 550	25	390
Banque hypothécaire européenne	599 864	100	599 864	149 966	25	260
Darty et fils S. A. ...	1 500 000	20	1 500 000	348 000	(1) 23,2	300
Batinorest	80 000	50	80 000	20 000	25	100

(1) 1,8 p. 100 avait été cédé au personnel préalablement à l'introduction.

SOCIÉTÉS	NOMBRE de titres demandés.	DEMANDE OFFRE	NOMBRE de titres effectivement cédés le jour de l'introduction.	PREMIER cours coté.	PREMIER COURS
					PRIX D'OFFRE (Pourcentage.)
Immobil-B. T. P.	2 547 172	8,5	301 224	123	+ 7,9
Damart-Serviposte	252 843	1,9	129 782	401	+ 2,8
Banque hypothécaire européenne	244 739	1,6	150 950	264	+ 1,5
Darty et fils S. A.	116 890	0,3	116 890	300	»
Batinorest	20 625	1	20 625	100	»

Le montant des titres effectivement placés le jour de l'introduction s'est élevé, au total, à 166 millions de francs ce qui constitue un chiffre exceptionnellement bas ; seules les introductions de 1971 et 1974 avaient drainé des sommes inférieures.

ANNÉES	MONTANT des titres placés à l'introduction.	NOMBRE de sociétés.
	(Millions de francs.)	
1968	340	9
1969	180	5
1970	355	9
1971	120	8
1972	440	6
1973	489	9
1974	132	5
1975	551	6
1976	166	5

La capitalisation boursière, au 31 décembre 1976, des titres des dix nouvelles valeurs admises à la cote officielle (Electrobanque n'a pas été inscrite avant le 31 décembre) correspond à un montant de 1,7 milliard de francs (dont 472 millions pour Darty et 400 millions pour la Société générale), soit 1,30 p. 100 de la capitalisation de l'ensemble des valeurs françaises à revenu variable inscrites à la cote officielle de la Bourse de Paris.

ANNÉES	CAPITALISATION au 31 décembre des titres admis au cours de l'année.	
	En milliards de francs.	En pourcentage (1).
1968	3,1	3,25
1969	1,6	1,27
1970	3,1	2,45
1971	2,3	1,85
1972	3,4	2,14
1973	2,7	1,67
1974	1	0,85
1975	4,3	2,75
1976	1,7	1,30

(1) De la capitalisation boursière de la Bourse de Paris.

II. — *Obligations françaises.*

La Commission a décidé l'admission à la cote officielle des emprunts suivants, émis par des sociétés, collectivités ou groupements :

Admissions en Bourse de Paris :

Aluminium Pechiney : 10,80 p. 100 septembre 1975 de 200 MF.

Caisse centrale des banques populaires : 10,80 p. 100 octobre 1975 de 75 MF.

Groupement pour le financement des zones industrielles portuaires : G. I. P. O. R. T. 10,80 p. 100 septembre 1975 de 96 MF.

Produits chimiques Ugine-Kuhlmann : 10,80 p. 100 février 1976 de 200 MF.

Emprunt groupé émis par la Société de crédit pour l'acquisition et l'amélioration des immeubles S.C.A.M. et la Société Citicorp : crédit multiple à taux d'intérêt variable de 250 MF.

Union immobilière de crédit-bail pour le commerce et l'industrie (Unicomi) : 10,80 p. 100 mars 1976 de 150 MF.

Groupement interprofessionnel de la petite et moyenne entreprise G. I. P. M. E. : 10,20 p. 100 avril 1976 de 200 MF.

Banque de l'Indochine et de Suez : Indosuez à taux variable de 275 MF.

Société lyonnaise immobilière pour le commerce et l'industrie : Slicomi 10,80 p. 100 mai 1976 de 80 MF.

Société Entreprises de recherche et d'activités pétrolières : E. R. A. P. 8,50 p. 100 1976 de 168,3 MF à option d'échange contre des actions de la S. N. P. A.

Groupement pour le financement des économies d'énergie : Generco 10,80 p. 100 1976 de 113 MF.

Emprunt conjoint de douze organismes d'H. L. M. 10,20 p. 100 de 159,5 MF.

Banque La Hénin : septembre 1976 à taux variable de 150 MF.

Banque Vernes et Commerciale de Paris : 11 p. 100 octobre 1976 de 100 MF.

Diffusion industrielle et automobile par le crédit : D. I. A. C. décembre 1976 à taux variable de 400 MF.

Admission en Bourse de Lyon :

Société des autoroutes du Sud de la France : 10,80 p. 100 1976 de 100 MF.

Admission en Bourse de Nancy :

Société des autoroutes Paris—Rhin—Rhône : 10,80 p. 100 mars 1976 de 100 MF.

**B. — Les introductions sur le marché en France
de nouvelles valeurs étrangères.**

Au cours de l'année 1976, la Commission a émis, à l'intention du ministre de l'économie et des finances, un avis favorable en vue de l'introduction sur le marché en France de deux valeurs étrangères nouvelles.

Après autorisation ministérielle, elle a prononcé l'admission à la cote officielle et la négociation en Bourse de Paris des actions de deux sociétés ayant leur siège social aux Etats-Unis : International Minerals and Chemical Corporation et The Dow Chemical Cy.

Depuis 1968, trente-huit sociétés étrangères ont été admises à la cote officielle de la Bourse de Paris. Trente-cinq de ces valeurs ont été effectivement introduites en Bourse. En ce qui concerne les trois autres, une a fusionné, deux autres ont abandonné leur projet.

Ces nouvelles sociétés ont pris l'engagement de fournir au public français les informations publiées dans leur pays d'origine et au moins équivalentes à celles diffusées par les sociétés françaises.

Les renseignements comptables contenus dans les notes d'information établies à l'occasion de l'introduction de ces valeurs ont fait l'objet d'un examen, comme les années précédentes, par un cabinet d'experts comptables français ou autorisé à exercer en France.

Les banques introductrices, enfin, ont dû prendre l'engagement de placer dans leur clientèle française un certain nombre d'actions de ces sociétés afin que l'admission à la cote officielle se traduise par la naissance d'un véritable marché et non pas par une simple inscription pour ordre.

Valeurs étrangères à revenu variable.

Décisions d'admission à la cote officielle.

NOM DES SOCIÉTÉS	BANQUES introductrices.	DATE de la décision de la commission.	DATE d'admission à la cote officielle.	BOURSE de cotation.	COMPARTIMENT de la cote officielle.
International Minerals and Chemical Corporation (Etats-Unis).	B. P. P. B.	21 avril 1976.	18 mai 1976.	Paris.	Mines métalliques diverses et commerce des minerais.
The Dow Chemical Company (Etats-Unis).	Société générale.	9 nov. 1976.	25 nov. 1976.	Paris.	Produits chimiques.

Décisions d'admission à la cote officielle de nouvelles valeurs étrangères à revenu variable prises par la Commission des opérations de bourse depuis sa création.

COMPARTIMENTS	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	TOTAL
1. Assurances	1					1				2
2. Banques			2	1	1	3		(4) 1		3
6. Alimentation						2	1			8
12. Constructions mécaniques ...						(3) 1	1			2
14. Docks							1			1
17. Magasins						1				1
18. Matériel élec- trique					2	3	2	1		8
19. Métallurgie						1				1
20. Mines d'or							1			1
21. Mines métalli- ques			1					1	1	3
22. Pétroles						1				1
23. Produits chimi- ques	(1) 1	(2) 1			1	1	1		1	6
28. Divers					1					1
Total	2	1	3	1	5	14	7	3	2	38

PAYS	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	TOTAL
Grande-Bretagne					1	6	2			9
Etats-Unis	(1) 1		1		2	1	2	1	2	10
Pays-Bas	1	(2) 1	1			(3) 2	1			6
Japon					1	2	1			4
Allemagne				1		1				2
Afrique du Sud.....					1		1			2
Bermudes			1							1
Belgique						1				1
Espagne						1		(4) 1		2
Canada								1		1
Total	2	1	3	1	5	14	7	3	2	38

(1) Kaiser Aluminium and Chemical Corporation, admise le 16 octobre 1968 mais jamais introduite.

(2) Koninklijke Zout Organon N. V. (K. Z. O.), admise le 4 juillet 1969 mais jamais introduite du fait de sa fusion avec Algemene Kunstzidje Unie N. V.

(3) I. H. C. Holland, admise au hors-cote le 13 avril 1972 (introduite le 3 mai 1972), puis à la cote officielle le 27 mars 1973 (introduite le 13 avril 1973).

(4) Banco de Bilbao admise le 22 octobre 1975, a renoncé à son projet.

Aucune valeur étrangère n'a été inscrite cette année sur le relevé quotidien des valeurs non admises à la cote officielle.

**C. — Les admissions de valeurs assimilables
à des titres déjà cotés.**

En 1976, 267 sociétés françaises ayant déjà des titres inscrits à la cote officielle ont demandé l'admission d'actions nouvelles ou d'obligations (contre 247 en 1975 et 269 en 1974). Ces admissions ont fait l'objet de 292 décisions, chiffre légèrement inférieur à celui de 1975.

Admissions à la cote officielle d'actions nouvelles ou d'obligations émises par des sociétés françaises déjà inscrites à la cote officielle.

(Nombre d'opérations.)

	1972	1973	1974	1975	1976
Actions	270	234	258	194	179
Dont :					
Emissions contre espèces	65	54	41	35	41
Attributions gratuites	98	79	105	71	64
Emissions en rémunération d'apports.	99	85	80	58	51
Conversion d'obligations, de parts bénéficiaires ou de parts de fondateurs	8	16	22	17	14
Emissions réservées au personnel.....	»	»	10	13	9
Obligations	119	101	92	111	113
Total général..	389	335	350	305	292
	- 2 %	-13,9 %	+ 4,5 %	-12,9 %	- 4,3 %

La capitalisation boursière des actions françaises assimilables admises en 1976 à la cote officielle représente, sur la base des cours au 31 décembre 1976, 6,3 milliards de francs, soit 4,7 p. 100 de la capitalisation boursière des valeurs françaises à revenu variable cotées à Paris (contre 5,1 p. 100 en 1975, 6,7 p. 100 en 1974 et 6,1 p. 100 en 1973).

Capitalisation boursière au 31 décembre des actions françaises assimilables admises à la cote officielle au cours de chacune des années.

	1972	1973	1974	1975	1976
	(En milliards de francs.)				
Emissions contre espèces	2,16	1,90	1,30	1,19	1,15
Attributions gratuites..	4,20	3,70	3,34	4,01	3,16
Emissions en rémunération d'apports.....	3,27	4,30	3,20	2,73	1,96
Conversions d'obligations, de parts bénéficiaires et de parts de fondateurs.	0,01	0,08	»	0,01	»
Emissions réservées au personnel	»	»	0,06	0,07	0,04
Total	9,64	9,98	7,90	8,01	6,31

Il faut noter que la baisse de l'indice C. A. C. des valeurs françaises à revenu variable a été de 17 p. 100 au cours de l'année 1976. Alliée à cette baisse, la diminution du nombre d'opérations sur valeurs assimilables explique le faible niveau de capitalisation boursière des nouveaux titres qui est le plus bas jamais atteint depuis 1968.

Parmi les émissions en rémunération d'apports, les opérations les plus importantes concernent :

La Compagnie financière de Paris et des Pays-Bas : apports de la Cofimer et de la Compagnie générale de participations et d'entreprises.

L'Oréal : apports-fusion de sociétés dont Lancôme S. A. et Parfums Guy Laroche.

Pernod-Ricard : apports des Sociétés Cusenier et Distilleries réunies.

Compagnie française de produits chimiques et industriels du Sud-Est : absorption de la Société Lorilleux-Lefranc.

Forges de Saulnes et Gorcy : apports de la Compagnie des forges de Châtillon Commentry-Biache.

Compagnie des immeubles de la Plaine Monceau : apports faits par les Sociétés A. G. P.-Vie et A. G. P. R. D.

Alsthom Atlantique : apport-fusion de Chantiers de l'Atlantique.

P. S. A. Peugeot Citroën : apport-fusion de Citroën S. A.

Soixante-quatre admissions de valeurs étrangères assimilables ont été prononcées (contre soixante-neuf en 1975). Elles ont porté sur les titres émis par trente-six sociétés (contre trente-deux en 1975), se répartissant entre les douze pays suivants :

PAYS	NOMBRE d'admissions	NOMBRE de sociétés.
Pays-Bas	16	6
Allemagne	13	7
Angleterre	12	7
Etats-Unis	5	5
Espagne	4	1
Afrique du Sud.....	3	1
Suède	3	2
Belgique	2	2
Canada	2	2
Japon	2	1
Danemark	1	1
Mexique	1	1

Enfin, la Commission a pris huit décisions d'admission concernant des valeurs de la zone franc émises par sept sociétés.

D. — Radiations et transferts.

La Commission ayant décidé d'examiner systématiquement la cote officielle en vue d'éliminer les titres qui n'offrent plus un intérêt suffisant pour l'épargne, a porté son attention sur les obligations françaises et de la zone franc et sur l'ensemble des valeurs étrangères.

En matière d'obligations françaises et de la zone franc l'examen a eu pour objet de radier les valeurs qui ne donnaient plus lieu à un volume suffisant de transactions. Le critère de radiation qui a été retenu est le même que pour l'année 1973 et concerne le montant nominal des emprunts restant en circulation, à savoir moins de 500 000 F pour les emprunts cotés à Paris et moins de 150 000 F pour les valeurs cotées sur une place régionale.

Cet examen a porté sur les emprunts garantis ou non par l'Etat, émis par des collectivités françaises (à l'exception de l'Etat lui-même dont les emprunts sont inscrits de droit à la cote officielle) ou ressortissant de pays de la zone franc.

Le nombre d'emprunts à radier était finalement peu élevé ; la Commission a étudié trente dossiers de sociétés en vue de la radiation de leurs titres dont vingt-cinq pour la Bourse de Paris et cinq pour les bourses de province, ce qui représentait à peine 2 p. 100 des emprunts inscrits.

Les emprunts à radier se répartissaient entre :

- deux emprunts du secteur public et semi-public ;
- vingt-cinq emprunts du secteur privé lancés par vingt-trois émetteurs se répartissant dans douze compartiments de la cote officielle ;
- trois emprunts de la zone franc, émis par des collectivités africaines et bénéficiant de la garantie de l'Etat français.

Pour sept emprunts concernés, l'échéance devait arriver en 1976 et 1977. Pour les autres, les dates d'échéance s'échelonnaient entre 1978 et 1983.

La moyenne quotidienne des transactions, au cours de l'année 1975, était inférieure à 25 F dans vingt-huit cas et à peine supérieure à 100 F dans un cas.

Au cours de sa séance du 20 juillet 1976, la Commission a décidé de maintenir à la cote les emprunts dont l'arrivée à échéance se situait en 1976 et a décidé par ailleurs la radiation de vingt-six emprunts qui se répartissaient comme suit :

- deux emprunts du secteur public et semi-public ;
- vingt et un emprunts du secteur privé ;
- trois emprunts de la zone franc.

Ces emprunts continuent de faire l'objet de transactions sur le marché hors-cote de la bourse où ils étaient cotés officiellement.

La liste de ces emprunts a été publiée par la Chambre syndicale dans son avis n° 76-667 du 9 août 1976.

En ce qui concerne les valeurs étrangères, la Commission comme en matière de radiations de valeurs françaises à revenu variable, a décidé de ramener à 1 500 F par bourse le volume de transactions pris comme critère pour déterminer les sociétés qui feront en 1977 l'objet d'un examen systématique en vue de la radiation de leurs titres. Les décisions devraient intervenir au cours du premier semestre.

Deux mesures individuelles ont toutefois été prises en 1976. Elles concernent la Société British American Tobacco Cy (Grande-Bretagne) qui a été absorbée par B. A. T. Industries, et la Société Otis Elevator Cy (Etats-Unis) à la suite de l'O. P. E. effectuée par United Aircraft Corporation.

Si, au cours de l'année 1976, la Commission n'a pas entrepris d'examen systématique de la cote officielle en vue de radier des valeurs françaises à revenu variable, elle a néanmoins prononcé la radiation des actions de quatre sociétés françaises pour divers motifs tenant, soit à la modification de leur nature (transformation en S. I. C. A. V.), soit à un changement important de leur actionnariat (O. P. A. ou O. P. E.).

Ces mesures de radiation ont été les suivantes :

DATE de la décision.	NOM DE LA SOCIÉTÉ	DATE de la radiation.
16 mars 1976.....	Compagnie de fabrication et de distribution européenne Cofade (ex-Salador)	5 avril 1976.
11 mai 1976.....	Distilleries réunies.....	31 mai 1976.
9 juin 1976.....	Paulstra	28 juin 1976.
21 décembre 1976.	Société d'investissement et de gestion	3 janvier 1977.

Enfin, la Commission a décidé le transfert de cotation de deux sociétés françaises à revenu variable :

BOURSE d'origine.	DATE de la décision.	NOM DE LA SOCIÉTÉ	NOUVELLE bourse.	DATE D'EFFET de la décision.
Paris	8 juillet.	Société lyonnaise de placement et d'investissement		
Bordeaux.	21 décembre.	« Solpi » (1)..... Guyenne et Gasco- gne	Lyon. Paris.	2 août 1976. 24 mars 1977.

(1) Cette société avait fait l'objet d'une mesure de radiation à l'occasion de l'examen périodique des valeurs françaises effectué en 1975 mais, compte tenu de son statut fiscal particulier de société d'investissement créée dans le cadre de l'ordonnance du 2 novembre 1945, cette mesure a été rapportée.

ANNEXE XII

LA COTE OFFICIELLE ET LES OPERATIONS DE RAPPROCHEMENT DES SOCIETES COTEES

Malgré un accroissement sensible, après le niveau très bas atteint en 1974 et 1975, du nombre d'opérations, offres publiques et apports d'actifs, effectuées au cours de l'année, l'activité des sociétés cotées (1) en matière de restructuration est restée réduite en 1976.

Les opérations réalisées ont souvent été l'aboutissement de processus de restructuration engagés antérieurement. Elles ont également été provoquées, peut-être plus fréquemment que les années passées, par la nécessité de venir en aide à des sociétés, filiales ou non, en difficulté. Bien que restreinte quant au nombre des opérations effectuées, l'activité des sociétés cotées en matière de rapprochement conserve, en 1976, un caractère original grâce à l'intervention des pouvoirs publics dans un nombre non négligeable d'opérations : offres publiques, apports partiels d'actifs, fusions. En outre, l'envergure de ces opérations a conduit à mettre en jeu un montant global de capitaux bien supérieur à celui qu'on aurait pu attendre du nombre limité d'opérations effectuées en 1976.

Toutefois, si l'on excepte les opérations effectuées dans le cadre de la politique industrielle nationale que les entreprises n'auraient peut-être pas réalisées dans les mêmes conditions, le comportement des sociétés cotées semblerait indiquer que le ralentissement, constaté dès 1973, du mouvement de restructuration de l'industrie française s'est poursuivi en 1976. Cette tendance, liée à l'évolution des structures a été accentuée par une conjoncture boursière médiocre et, surtout, par une situation économique incertaine qui a fait, semble-t-il, hésiter les entreprises à s'engager dans les dépenses d'investissement qu'engendrent nécessairement toute opération de restructuration. De fait, les absorptions de filiales et les réajustements de portefeuille par apports de titres constituent la plus grande partie des opérations réalisées en 1976.

Après une chute de 30 p. 100 en 1974, le nombre d'opérations (offres publiques et apports d'actifs) auxquelles ont participé les sociétés cotées a stagné à 63 en 1975 pour remonter à 70 (2) en 1976.

(1) Dans ce texte, les sociétés cotées désignent les sociétés dont les actions sont inscrites à la cote officielle. Les sociétés non cotées désignent toutes les autres sociétés, que leurs titres soient négociés ou non sur le marché hors cote.

(2) Vingt-neuf fusions, vingt-trois apports partiels d'actifs, dix O. P. A., huit O. P. E.

Cependant, toutes les opérations n'ont pas le même impact sur la structure de la cote. En particulier, les O. P. A., qui se traduisent par une vente et un achat de titres à un prix fixé, ne se distinguent d'une opération de bourse ordinaire que par la quantité de titres demandée et offerte. Dans cette annexe, ne seront analysées que les O. P. E. et les opérations d'apports.

Les sociétés cotées concernées par de telles opérations, ont été, en 1976, au nombre de 69. Elles ont effectué 47 modifications de structure ou changements de majorité dont certains ont nécessité le recours à plusieurs types d'opérations.

Les offres publiques d'échange.

Le nombre d'O.P.E. initiées selon les procédures normale et simplifiée varie assez peu au cours des ans. Toutefois, le nombre d'opérations réalisées annuellement — entre huit et onze au cours des quatre dernières années — est trop modeste pour que l'on puisse tirer de ses variations une observation significative.

Depuis 1973, les O. P. E. ont évolué de la façon suivante :

	1973			1974			1975			1976		
	S(*)	N(*)	T(*)	S	N	T	S	N(1)	T	S	N	T
	1	8	9	»	11	11	2	8	10	1	7	8
O.P.E...												

(*) S = simplifiée ; N = normale ; T = total.

(1) Compte tenu de l'O.P.E. Petrofina sur Ripolin-Georget-Freitag qui a été retirée.

La répartition entre O. P. E. normales et simplifiées ne change guère et la procédure simplifiée, très fréquente pour les O. P. A., continue d'être très peu pratiquée en matière d'O. P. E.

Le nombre de sociétés concernées par les O. P. E. ne varie pas plus que le nombre d'opérations. En 1976, comme en 1975, quatorze sociétés ont participé à de telles offres. Elles se répartissent de la façon suivante :

Caractéristiques des sociétés concernées par les O. P. E. en 1976.

	SOCIÉTÉS FRANÇAISES		SOCIÉTÉS étrangères.	TOTAL
	Cotées.	Non cotées.		
Sociétés visées.....	7	1	»	8
Sociétés offrantes.....	5	1	»	6
Total	12	2	»	14

En 1976, seules des sociétés françaises ont été concernées par les O. P. E. Parmi celles-ci, douze étaient cotées, mais sept sociétés inscrites à la cote officielle ont été visées, alors que cinq seulement de ces sociétés ont initié une offre.

Ces O. P. E. étaient surtout destinées à renforcer le contrôle des sociétés mères sur leurs filiales. En effet, cinq offres poursuivaient ce but, alors que trois opérations seulement avaient pour objectif un rapprochement par prise de contrôle entre les sociétés intéressées.

Répartition des O. P. E. suivant le but visé en 1976.

	NORMALES	SIMPLIFIÉES	TOTAL
Renforcement de contrôle....	4	1	5
Prise de contrôle.....	3	»	3
Total	7	1	8

En 1976, quatre O. P. E. ont constitué une étape dans le cadre de restructurations complexes. Elles ont été suivies ou ont fait suite à d'autres opérations réalisées la même année.

Au premier plan des opérations de rapprochement achevées par une O. P. E., se situe l'offre proposée par la nouvelle Compagnie industrielle Chiers-Châtillon d'échanger ses actions contre celles de la Société des aciéries et tréfileries de Neuves-Maisons-Châtillon à laquelle ne la liaient que des participations indirectes. Cette opération constitue le deuxième et dernier acte du regroupement de trois sociétés sidérurgiques qui ont décidé de former, dans la sidérurgie et l'extraction minière, un groupe d'envergure internationale.

Importante également a été l'O. P. E. proposée par l'Entreprise de recherche et d'activités pétrolières (E. R. A. P.) aux actionnaires d'Antar-Pétroles de l'Atlantique.

Cette opération, préalable à la restructuration du groupe Elf-Aquitaine, devait permettre aux actionnaires minoritaires de la société visée de se dégager avant la mise en place des structures nouvelles que nécessitait la situation difficile, née de la crise pétrolière, de la Société de raffinage Antar.

Parmi les autres opérations destinées à renforcer le contrôle de la société mère, se placent deux offres d'envergure initiées par Péchiney-Ugine-Kuhlmann (P. U. K.). La première offrait aux actionnaires de Seichimé la possibilité de se dégager avant l'absorption, qui devait suivre l'offre publique, de leur société par P. U. K.; la seconde s'adressait aux actionnaires et aux détenteurs d'obligations convertibles de Cefilac, dont la situation délicate nécessitait une réorganisation profonde.

Au plan sectoriel, les O. P. E. ont permis d'importants rapprochements, essentiellement dans les industries des métaux ferreux et non ferreux. Dans la sidérurgie s'est constitué un groupe important par la prise de contrôle citée plus haut des Aciéries et Tréfileries de Neuves-Maisons Châtillon par la Compagnie industrielle Chiers-Châtillon. Dans l'industrie de l'aluminium, la prise de contrôle de la Société de fonderie de précision par les Fonderies de Montupet aboutit à la création d'un groupe de fonderie d'aluminium d'envergure européenne, dont P. U. K. détiendrait 20,1 p. 100.

Cette opération étudiée avec le concours de l'I. D. I. s'est poursuivie en 1977 par l'apport du département Fonderie de Virax S. A. à Fonderie de précision et par la transformation en holding des Fonderies de Montupet.

Les valeurs offertes à l'échange lors d'offres publiques ont été principalement constituées en 1976 par des titres à émettre. Dans trois cas sur huit, des obligations, convertibles ou non, ont été offertes aux actionnaires en échange de leurs actions. En effet, ce sont des obligations E. R. A. P., échangeables contre des actions S. N. E. A., qui ont été proposées aux actionnaires d'Antar en échange de leurs actions et ce sont des obligations convertibles P. U. K. qui ont été offertes aux actionnaires de Seichime, d'une part, aux actionnaires et aux porteurs d'obligations convertibles de Céfilac, d'autre part.

Les apports d'actifs.

La participation des sociétés cotées à des opérations d'apports d'actifs, apports partiels et fusions, a été en 1976 un peu plus active qu'en 1975. En effet, ces sociétés ont été concernées par 52 opérations, contre 47 l'année précédente. Toutefois, la répartition des apports suivant leur nature, apports partiels ou fusions, a évolué différemment. En 1976, les apports partiel ont été deux fois plus nombreux qu'en 1975, alors que le nombre de fusions baissait sensiblement.

Répartition des opérations d'apports.

	1974	POURCENTAGE	1975	POURCENTAGE	1976	POURCENTAGE
Apports partiels d'actifs	29	36	11	25	23	44
Fusions	52	64	36	75	29	56
Total	81	100	47	100	52	100

La structure des apports s'en est trouvée profondément modifiée puisque les fusions qui représentaient 75 p. 100 de l'ensemble des opérations en 1975 n'en représentaient plus que 56 p. 100 en 1976.

Au cours des 29 fusions auxquelles elles ont participé en 1976, les sociétés cotées ont absorbé 43 sociétés non cotées ainsi que 13 sociétés cotées. Une société cotée a été, en outre, absorbée par une société non cotée.

Les apports partiels d'actifs ont permis à 14 sociétés cotées de recevoir des actifs de 16 sociétés dont 9 n'étaient pas cotées. Elles ont conduit, par ailleurs, plusieurs sociétés inscrites à la cote officielle à apporter à des sociétés non cotées l'ensemble de leurs actifs avant d'être absorbées. Au cours d'apports partiels, les actifs apportés ont souvent été des titres qui matérialisaient un changement de majorité ou simplement un réajustement de portefeuille. Exception faite des apports d'actifs industriels et commerciaux liés à la transformation en holding de certaines sociétés avant leur absorption, les apports industriels ont été relativement rares en 1976.

Les apports partiels d'actifs.

Au premier rang des apports partiels effectués en 1976 se place l'apport fait à la Société nationale des pétroles d'Aquitaine (S.N.P.A.) — qui prend à la suite de cette opération la dénomination de Société nationale Elf-Aquitaine (S.N.E.A.) — par sa société mère l'Entreprise de recherche et d'activités pétrolières (ERAP) de l'ensemble de ses activités et de ses participations directes évalué à 5,8 milliards de francs.

A la suite de ces apports, ERAP est devenue une holding dont le portefeuille est constitué de 70 p. 100 du capital de la nouvelle S.N.E.A. et des 40 p. 100 du capital d'Antar que l'O.P.E. citée plus haut lui a permis de recueillir. Cette opération a été réalisée dans le cadre de la politique énergétique nationale, afin d'assurer la constitution d'un groupe pétrolier intégré de taille internationale.

Importants également ont été les apports faits à la Compagnie des machines Bull par l'Etat et le groupe C.G.E. Les pouvoirs publics ont pris l'initiative de cette opération essentielle dans le processus de restructuration et de développement de l'industrie française de l'informatique.

Cinq étapes successives de restructurations ont conduit l'Etat et le groupe C.G.E. à apporter à la Compagnie des machines Bull 19 p. 100 du capital de Honeywell Bull (H.B.) et 15 p. 100 du capital de Honeywell Bull Network Information Services (H.B.N.I.S.) et à recevoir, en rémunération, une participation de 17 p. 100 chacun dans le capital de la société bénéficiaire de ces apports. Ainsi, la Compagnie des machines Bull, avec une participation de 53 p. 100, est devenue actionnaire majoritaire de Honeywell Bull, devenue C.I.I.H.B. à la suite des apports de la Compagnie internationale pour l'informatique (C.I.I.).

Les fusions.

Les motifs des opérations de fusion ont peu évolué en 1976. Toutefois, on assiste à un développement important des absorptions de filiales, tandis que les « mariages » entre sociétés

n'ayant auparavant aucun lien financier direct entre elles ne progressent pas. Aussi, sur 57 sociétés absorbées en 1976, 50 étaient des filiales totalement contrôlées par la société absorbante.

A quelques rares exceptions près, la taille et le nombre des filiales absorbées au cours de chaque opération restent modestes. Seules, trois opérations tranchent par leur importance.

Ainsi en est-il de l'absorption par P.U.K. de Seichimé, qui est la suite logique de l'O.P.E. lancée la même année par la société absorbante sur sa filiale. Cet apport-fusion, dont le montant s'élève à 1,2 milliard de francs a pour but de simplifier les structures financières et juridiques du groupe P.U.K. en supprimant une holding intermédiaire qui partageait avec la société mère le contrôle d'un certain nombre de sociétés.

Notable également a été la restructuration du groupe Abeille et Paix. Cette opération qui a mis en jeu 900 millions d'actifs nets s'est déroulée en deux temps. Dans un premier temps, les sociétés Abeille IGARD et Paix AIRD, ainsi que les sociétés Abeille Vie et Paix Vie ont apporté à 3 sociétés créées (1) à cet effet leurs activités d'assurances dommage, de réassurance et d'assurances vie. Dans un deuxième temps, les sociétés apporteurs, devenues holding, ainsi que l'Abeille internationale, ont été absorbées par la société Les Assurances Abeille et Paix qui a pris la dénomination nouvelle de Compagnie financière du Groupe Victoire. Cette opération classique de regroupement sur une seule société par branche de l'ensemble des activités dommage, vie et réassurances a permis de simplifier considérablement les structures du groupe.

Enfin, la restructuration du groupe Pernod-Ricard s'est achevée par la fusion avec la société mère des sociétés Cusenier et C.D.C. après leur transformation en holding. Cette fusion devrait permettre de regrouper les réseaux de vente de Cusenier et de C.D.C. et de concentrer au sein d'une seule société les exportations de Cusenier et de C.D.C.

Les fusions de sociétés sans participations directes entre elles, bien que peu nombreuses — elles sont 4 — ont toutes été des opérations importantes, en 1976.

Ainsi, est-ce le cas de la fusion de Citroën S. A. et de Peugeot S. A., après l'apport fait à leurs filiales respectives de construction automobile de leurs participations dans le capital d'autres sociétés automobiles de leur groupe.

Ces deux sociétés, bien qu'ayant un actionnaire principal commun, n'avaient entre elles aucune participation directe. Cette fusion est le point d'aboutissement, après des réorganisations successives, de l'opération entreprise en 1974 à laquelle avaient participé Michelin et Peugeot.

Les nouvelles structures du groupe, qui comprend au sommet la holding P. S. A. Peugeot-Citroën et des filiales directes financières et industrielles, permettront une coopération étroite entre

(1) Il s'agit des sociétés Abeille Paix Vie, Abeille Paix IGARD, Abeille Paix réassurances.

les sociétés Automobiles Peugeot et Automobiles Citroën tout en leur laissant une autonomie suffisante pour conserver leur réseau commercial, leur gamme de modèles et l'exploitation de leurs marques.

Une autre opération a conduit à l'absorption par Prétabail-Sicomi de la Société Omnibail, autre Sicomi à laquelle aucun lien financier ne la rattachait. La fusion des deux Sicomi a permis à Prétabail de sortir d'une situation difficile.

La fusion de la Compagnie des forges de Châtillon-Commentry-Biache et de la Société des hauts fourneaux de la Chiers, sans liens financiers directs entre elles a donné naissance à une nouvelle société ; la Compagnie industrielle de Chiers-Châtillon, dont l'O. P. E. sur les Aciéries et tréfileries de Neuves-Maisons-Châtillon a été mentionnée plus haut. Pour réaliser cette concentration, il avait été décidé, toutefois, d'éliminer du portefeuille de la Compagnie des forges de Châtillon-Commentry-Biache toutes les participations non directement liées aux activités industrielles de cette société. Celle-ci a donc, avant la fusion, apporté aux Forges de Saulnes et Gorcy ses participations dans Usinor, Denain-Nord-Est-Longwy, Fougerolle et Tissmétal Lionel Dupont, recevant en rémunération de ces apports des titres qui ont été, par la suite, répartis entre ses actionnaires.

D'une tout autre nature, enfin, est la fusion réalisée entre Alsthom et les Chantiers de l'Atlantique, sociétés indépendantes financièrement l'une de l'autre. En effet, la société nouvelle née de la fusion, qui prend la dénomination d'Alsthom-Atlantique, est un bel exemple d'intégration horizontale.

L'analyse sectorielle des fusions réalisées en 1976 fait apparaître une inversion des proportions dans la répartition entre sociétés industrielles et non industrielles. En effet, en 1975, cette répartition était respectivement de 54 p. 100 et 46 p. 100 contre 45 p. 100 et 55 p. 100 en 1976. Cette modification est due principalement à l'importance qu'ont prises les sociétés de service puisqu'elles ont réalisé 24 p. 100 des fusions en 1976 contre 9 p. 100 seulement en 1975.

*Répartition des fusions
d'après l'activité de la société absorbante.
(En pourcentage.)*

	1972	1973	1974	1975	1976
Sociétés industrielles.....	53	54	38	54	45
Sociétés de service.....	29	13	7	9	24
Sociétés financières (1).....	18	33	55	37	31
Total	100	100	100	100	100

(1) Les compagnies d'assurances ont été intégrées aux sociétés financières.

Au niveau des secteurs (1), on n'observe aucune concentration accusée des fusions en 1976. Les secteurs ayant réalisé le plus grand nombre d'opérations sont les industries agricoles et alimentaires, qui continuent, avec quatre fusions, une concentration commencée de longue date. Les industries électriques, avec également quatre fusions, marquent un certain regain d'activité. Le secteur des sociétés de portefeuille a également effectué quatre fusions, ce qui, en regard de l'importance des opérations réalisées au cours des années antérieures, marque un ralentissement très net. Le secteur de la distribution, enfin, après deux années d'inactivité, a réalisé trois fusions. Les autres opérations sont dispersées au hasard des secteurs, sans que l'on puisse en dégager de tendance significative.

Les opérations de rapprochement dans lesquelles interviennent les sociétés cotées entraînent indirectement des modifications de la cote. En effet, les absorptions de sociétés non cotées ou les apports de ces sociétés à des sociétés cotées se traduisent par des augmentations de capital qui viennent accroître le nombre de titres inscrits à la cote officielle.

Enfin, les fusions entre sociétés cotées aboutissent à une certaine concentration de la cote par radiation des sociétés disparues et accroissement de la taille des sociétés absorbantes.

Malgré l'importance modeste du nombre d'opérations qui ont concerné les sociétés cotées et malgré le nombre croissant des absorptions de filiales presque intégralement détenues par les sociétés absorbantes, les rapprochements auxquels ont participé les sociétés cotées en 1976 devraient avoir sur la structure de la cote une incidence plus significative qu'en 1975.

En effet, les restructurations de grands groupes, telle la formation de la S. N. E. A., ont mis en jeu des capitaux dont le volume s'est traduit en partie par l'importance des augmentations de capital émises en rémunération des apports.

Par ailleurs, les fusions entre sociétés indépendantes, qui ont concerné de grandes sociétés cotées, ont abouti également à des créations d'actions relativement importantes. Ainsi, le montant global des augmentations de capital émises par les sociétés cotées en rémunération d'apports ont plus que doublé en 1976, passant à 1,6 milliard de francs contre 0,7 milliard l'année précédente.

Les offres publiques qui, dans la plupart des cas ne laissent plus dans le public qu'un faible pourcentage de titres, devraient conduire à la radiation de 11 sociétés (2) inscrites à la cote officielle, contre 6 seulement en 1975.

Par ailleurs, les 14 sociétés cotées qui ont été absorbées lors d'opérations de fusion sont appelées à être radiées de la cote officielle.

C'est donc à la radiation de 25 sociétés cotées que les opérations de rapprochement réalisées en 1976 devraient conduire.

(1) Voir page 208 la répartition des fusions par secteur d'activité de la société absorbante.

(2) 6 sociétés à la suite d'O. P. E., 5 sociétés à la suite d'O. P. A.

La radiation de ces sociétés se traduira par un effet non négligeable de concentration de la cote officielle, en raison de l'accroissement de la capitalisation boursière et de la diminution de 3 p. 100 du nombre des sociétés cotées qu'elle provoque simultanément.

En définitive, malgré leur petit nombre, les opérations de rapprochement et de développement par croissance externe réalisées par les sociétés cotées ont eu sur la cote, en 1976, un impact nettement supérieur à celui des deux dernières années, en raison, entre autres, des quelques opérations d'envergure réalisées dans le cadre de la politique industrielle nationale.

*Répartition des fusions concernant les sociétés cotées
par secteur d'activité de la société absorbante.*

	1972	1973	1974	1975	1976
<i>Activités industrielles...</i>	37	31	11	20	13
Industries agricoles et alimentaires	11	»	1	6	4
Sidérurgie et transformation des métaux	2	5	»	2	2
Industries électriques et électroniques	4	3	1	»	4
Industries mécaniques	3	3	2	4	»
Industrie automobile	»	3	»	»	1
Industrie du verre et chimie.	2	6	1	4	»
Industries textiles et cuir....	2	3	1	1	1
Imprimerie, presse et édition.	5	3	1	»	»
Matériaux de construction et bâtiment, travaux publics...	8	5	4	3	1
<i>Services</i>	20	7	2	3	7
Transports	6	»	1	1	2
Distribution	9	4	1	1	3
Services divers	3	1	»	1	2
Sociétés immobilières	2	2	»	»	»
<i>Sociétés financières....</i>	13	19	16	13	9
Assurances	1	1	»	5	2
Banques	6	4	3	1	3
Sociétés de portefeuille.....	6	14	13	7	4
<i>Ensemble</i>	70	57	29	36	29

Opérations d'apports (apports partiels d'actifs, fusions) auxquelles ont participé les sociétés cotées en 1976.

(En milliers de francs.)

SOCIÉTÉ BÉNÉFICIAIRE ou absorbante. (a)	COTE	APPORTEUR ou société absorbée. (b)	COTE	NATURE de l'opération.	DATE d'A. G. E.	ACTIFS apportés.	AUGMEN- TATIONS de capital.	MONTANT net des apports.	POURCEN- TAGE détenu par a dans b (**).
Talcs de Luzenac.....	10	Omnium Union euro- péenne.	N. C.	A. P. A. (*)	6- 2-1976	80 % Talkumwerke Naintsch. 49 % Talcos Pyre- naicos.	2 284	10 736	»
Compagnie financière Drouot.	4	Grand Garage Rennequin S. A.	N. C.	Fusion	20- 2-1976	Ensemble des actifs (portefeuille).	562	4 546	80,1
Générale alimentaire..	6	Société anonyme de pro- duits condimentaires.	N. C.	Fusion	31- 3-1976	Ensemble des actifs.	19	5 275	99,2
		Grande Vinaigrierie de l'Anjou.	N. C.	»	»	»		2 243	99,9
		Vinaigrierie armoricaine.. Grande Vinaigrierie fran- çaise.	N. C. N. C.	» »	» »	» »		1 366 359	99,9 99,7
Cofradel	6	Divers actionnaires de Docks méridionaux d'ali- mentation.		A. P. A. ...	25- 6-1976	Actions de D. M. A.	849	3 057	

(*) A. P. A. : apports partiel d'actifs.

(**) Le pourcentage détenu par la société absorbante est indiqué uniquement lorsqu'il donne lieu à annulation de titres, c'est-à-dire dans le cas des fusions.

SOCIÉTÉ BÉNÉFICIAIRE ou absorbante. (a)	COTE	APPORTEUR ou société absorbée. (b)	COTE	NATURE de l'opération.	DATE d'A. G. E.	ACTIFS apportés.	AUGMEN- TATIONS de capital.	MONTANT net des apports.	POURCEN- TAGE détenu par a dans b(**).	
Entreprises Albert Cochery.	8	Cochery-Auvergne	N. C.	Fusion	15- 6-1976	Ensemble des actifs.	2,3	4 687	99,9	
		Entreprise Gaston Deriot et C ^e .	N. C.	»	»	»	1,8	3 588	99,9	
		Société Eck frères.....	N. C.	»	»	»	»	7,1	695	99,9
		Entreprises Finet, Bigot, Didier	N. C.	»	»	»	»	2,6	8 364	99,9
		Société nouvelle Boivin- Léger.	N. C.	»	»	»	»	0,2	7 538	99,9
		Carrières de Val (S.A.R.L.).	N. C.	»	»	»	»	»	101	99,9
		Société Rol-Lister-Salmson.	N. C.	A. P. A. ...	»	»	7 agences.....	76	270	
Godde-Bedin	25	Tissage de Bourtzwiller...	N. C.	Fusion	15- 6-1976	Ensemble des actifs.	3	5 376	99,9	
Compagnie des machi- nes Bull.	18	Etat français.....		A. P. A. ...	24- 6-1976	9,50 % de C. I. I. - H. B., 7,50 % de HBNIS.	166 674	270 845		
		O. P. A. G. E. P. (groupe C. G. E.).	N. C.	»	»	»				9,50 % de C. I. I. - H. B., 7,50 % de HBNIS.
Locafrance	2	Lomico	N. C.	Fusion	24- 6-1976	Ensemble des actifs.	8 227	55 485	53,9	
Fichet-Bauche	12	Actionnaires majoritaires.		A. P. A. ...	25- 6-1976	40 % du capital de Niral Internatio- nal.	450	2 925		
Merlin-Gerin	18	Dong-Trieu	28	A. P. A. ...	26- 6-1976	95 % du capital de la S. A. E. M.	2 000	3 400		
Société financière Bayard.	N. C.	Rizeries indochinoises....	6	Fusion	28- 6-1976	Ensemble des actifs.	(*) (513)	(60 179)	87	

(*) Les montants entre parenthèses indiquent les apports faits à des sociétés non cotées ainsi que les augmentations de capital émises par les sociétés en rémunération des apports.

(**) Le pourcentage détenu par la société absorbante est indiqué uniquement lorsqu'il donne lieu à annulation de titres, c'est-à-dire dans le cas des fusions.

SOCIÉTÉ BÉNÉFICIAIRE ou absorbante. (a)	COTE	APPORTEUR ou société absorbée. (b)	COTE	NATURE de l'opération.	DATE d'A. G. E.	ACTIFS apportés.	AUGMEN- TATIONS de capital.	MONTANT net des apports.	POURCEN- TAGE détenu par a dans b (**).
Prétabail Sicomi.....	2	Omnibail	N. C.	Fusion	30- 6-1976	Ensemble des actifs.	89 285	101 259	0
Société immobilière de la Plaine Monceau.	3	A. G. P. R. D.	N. C.	A. P. A. ...	30- 6-1976	56,70 % du capital de Liges.	110 555	439 984	
		A. G. P. Vie.....	1	»	»	23,90 % du capital de Liges.	46 550		
Société nationale des pétroles d'Aqui- taine (1).	22	Erap	N. C.	A. P. A. ...	9- 7-1976	Ensemble de l'acti- vité et participa- tion directe.	261 250	5 784 545	
L'Allobroge	6	Actionnaires principaux de Guichon-Vins.	N. C.	A. P. A. ...	9- 7-1976	52 % du capital de Guichon-Vins.	75	808	
Bendix, Lockheed, Air- Equipement (D.B.A.).	18	Société industrielle des comprimés de l'Ouest (S. I. C. O.).	N. C.	Fusion	20- 7-1976	Ensemble des actifs.	0,6	60	98
Forges de Saulnes et Gorcy.	19	Compagnie des Forges de Châtillon - Commentry - Biache.	19	A. P. A. ...	29- 7-1976	Participations dans D. N. E. L. Usinor, Gougerolles Tiss- métal L. D.	29 203	55 820	
Alsthom (2).....	18	Chantiers de l'Atlantique.	13	Fusion	30- 9-1976	Ensemble des actifs.	161 007	274 006	0
Automobiles Citroën..	N. C.	Citroën S. A.	7	A. P. A. ...	30- 9-1976	Participations dans capital des autres sociétés automo- biles du groupe.		(510 347)	

(**) Le pourcentage détenu par la société absorbante est indiqué uniquement lorsqu'il donne lieu à annulation de titres, c'est-à-dire dans le cas des fusions.

(1) Nouvelle dénomination après l'opération : Société nationale d'Elf Aquitaine (S. N. E. A.).

(2) Nouvelle dénomination après l'opération : Alsthom Atlantique.

SOCIÉTÉ BÉNÉFICIAIRE ou absorbante. (a)	COTE	APPORTEUR ou société absorbée. (b)	COTE	NATURE de l'opération.	DATE d'A. G. E.	ACTIFS apportés.	AUGMEN- TATIONS de capital.	MONTANT net des apports.	POURCEN- TAGE détenu par a dans b(**).
Automobiles Peugeot..	N. C.	Peugeot S. A.	7	A. P. A. ...	30- 9-1976	Participations dans capital des autres sociétés automo- biles du groupe.		(280 516)	
Peugeot S. A. (3).....	7	Citroën S. A.	»	Fusion	30- 9-1976	Ensemble des actifs.	128 261	999 778	0
Société générale de courtage et d'assu- rances.	1	Office technique d'assu- rances.	N. C.	Fusion	30- 9-1976	Ensemble des actifs.	39	1 925	87
		Lecoq S. F. A.	N. C.	»	»	»		3 848	97
		Société anonyme de cour- tage et gestion d'assu- rances B. Maury S. A.	N. C.	»	»	»		1 832	99
		Société technique de cour- tage.	N. C.	»	»	»		331	95 (par Office technique d'assu- rances).
Compagnie des forges de Châtillon-Com- mentry-Biache (4).	19	Hauts fourneaux de La Chiers.	19	Fusion	10-11-1976	Ensemble des actifs.	216 563	657 224	0
Antargaz (5).....	22	Elf-Monagaz	N. C.	A. P. A. ...	24-11-1976	Actifs industriels et commerciaux.	13 812	87 350	
Société industrielle des liaisons électriques (S. I. L. E. C.).	18	Actionnaires principaux des Ateliers de Norman- die.		A. P. A. ...	29-11-1976	96% du capital des Ateliers de Nor- mandie.	6 000	7 416	

(**) Le pourcentage détenu par la société absorbante est indiqué uniquement lorsqu'il donne lieu à annulation de titres, c'est-à-dire dans le cas des fusions.

(3) Nouvelle dénomination après l'opération : P. S. A. Peugeot-Citroën.

(4) Nouvelle dénomination après l'opération : Compagnie industrielle Chiers-Chatillon.

(5) Nouvelle dénomination après l'opération : Elf-Antargaz.

SOCIÉTÉ BÉNÉFICIAIRE ou absorbante. (a)	COTE	APPORTEUR ou société absorbée. (b)	COTE	NATURE de l'opération.	DATE d'A. G. E.	ACTIFS apportés.	AUGMEN- TATIONS de capital.	MONTANT net des apports.	POURCEN- TAGE détenu par a dans b (**).
Thomson-C. S. F.	18	Thomson-Brandt	18	A. P. A. ...	9-12-1976	Fonds de commerce de la Société nou- velle d'électroni- que (S.N.E.-R.I.).	1 528	4 365	
		Thomson - C.S.F Visualisa- tion et traitement des informations T. V. T.	N. C.	Fusion	»	Ensemble des actifs.	5	75 983	99
Thomson-C. S. F.		Société commerciale et foncière d'Arcueil (So- cofar).	N. C.	»	»	»	4	1 890	99,3
		Société des Carrières de Pontamafrey.	N. C.	»	»	»	1	189	99,2
		Ferme de Corbeville.....	N. C.	»	»	»	20	5 720	90,2
		La Levalloise.....	N. C.	»	»	»	1	3 734	99,9
		S. C. I. Sartrou.....	N. C.	»	»	»	95	908	70
Ateliers de la motobé- cane.	7	La Motoconfort.....	N. C.	A. P. A. ...	10-12-1976	Fonds de commerce.	6 500	15 600	
Société de transports et manutentions in- dustriels (S.T.E.M.I.).	27	Cotram	N. C.	Fusion	14-12-1976	Ensemble des actifs.	309	5 986	80
Davum	19	Société Ambroise-Investis- sements.	N. C.	Fusion	16-12-1976	Ensemble des actifs.	2 109	15 473	99,6
Révillon frères.....	4	Coinba S. A.	N. C.	Fusion	17-12-1976	Ensemble des actifs.	361	62 264	94,6
		Sulka S. A.	N. C.	»	»	»	21	20 530	99,2
		Baudet, Donon, Roussel S. A.	N. C.	»	»	»	309	109 706	97,4

(**) Le pourcentage détenu par la société absorbante est indiqué uniquement lorsqu'il donne lieu à annulation de titres, c'est-à-dire dans le cas des fusions.

SOCIÉTÉ BÉNÉFICIAIRE ou absorbante. (a)	COTE	APPORTEUR ou société absorbée. (b)	COTE	NATURE de l'opération.	DATE d'A. G. E.	ACTIFS apportés.	AUGMEN- TATIONS de capital.	MONTANT net des apports.	POURCEN- TAGE détenu par a dans b(**).
Société de travaux et industries maritimes (S. T. I. M.).	14	Société anonyme fluviale et commerciale (S. A. F. E. C.).	N. C.	Fusion	16 et 17-12-1976	Ensemble des actifs.	168	1 547	62
		Société anonyme de voiles et camionnage (S. A. V. O. C. A. M.).	N. C.	»	»	»	3	324	77
Progemar	26	Société Les Abeilles I.T.C.	N. C.	Fusion	17-12-1976	Ensemble des actifs.	185	23 458	95
Abeille - Paix - Igard (1)	N. C.	Abeille - Igard	1	A. P. A. ...	15, 16 et 17-12-1976	Assurances dom- mages.	(50 949)		
		Paix - Igard	1	»	»	»	(48 951)		
Abeille-Paix réassuran- ces (1).	N. C.	Abeille - Igard	»	A. P. A. ...	15, 16 et 17-12-1976	Réassurance	(23 920)		
		Paix - Aird	»	»	»	»	(5 980)		
Abeille - Paix - Vie	N. C.	Abeille - Vie	1	A. P. A. ...	15, 16 et 17-12-1976	Assurances vie.....	(39 534)		
		Paix - Vie	»	»	»	»	(20 366)		
Assurances Abeille et Paix (2).	1	Abeille - Igard	1	Fusion	15-12-1976	Ensemble des actifs.	10 578	402 280	91,3
		Paix - Aird	»	»	»	»	4 778	306 732	93
		Abeille - Vie	»	»	»	»	18 702	114 934	43,3
		Paix - Vie	»	»	»	»	5 715	38 217	65,8
		Abeille Internationale....	N. C.	»	»	»	427	41 085	95,7

(**) Le pourcentage détenu par la société absorbante est indiqué uniquement lorsqu'il donne lieu à annulation de titres, c'est-à-dire dans le cas des fusions.

(1) Sociétés créées à cet effet.

(2) Nouvelle dénomination après l'opération : Compagnie financière du groupe Victoire.

SOCIÉTÉ BÉNÉFICIAIRE ou absorbante. (a)	COTE	APPORTEUR ou société absorbée. (b)	COTE	NATURE de l'opération.	DATE d'A. G. E.	ACTIFS apportés.	AUGMEN- TATIONS de capital.	MONTANT net des apports.	POURCENTAGE détenu par a dans b (**).
La Préservatrice S. A. (1).	1	Péchelbronn	4	A. P. A. ...	16-12-1976	52,16 % du capital de Foncière T. I. A. R. D.	26 977	83 450	
		M. L. S. Participations....	4	»	»				
		Ateliers de constructions mécaniques et d'outil- lage (A. C. M. O.).	N. C.	»	»				
Ufiner	24	Société lyonnaise des eaux et de l'éclairage.	24	A. P. A. ...	8 et 17-12-1976	Participations dans 12 sociétés dont : 65 % Degremont ; 52 % S. I. T. A. ; 15 % Entreprise A. Cochery. 26 % Intrafor-Cofor.	45 400	108 960	
Compagnie marseillaise de Madagascar.	17	Société Deltaco-France....	N. C.	Fusion	22-12-1976	Ensemble des actifs.	50	6 403	49,5
		Seichimé (*).....	4	Fusion	23-12-1976	Ensemble des actifs.	164 350	1 177 405	95
Pechiney - Ugine - Kuhl- mann.	23	Société métallurgique de Bonneville.	N. C.	»	»	»	376	13 661	95 (par Seichimé).
		Société d'intérêts immobi- liers.	N. C.	»	»	»	2	10 374	100 (P. U. K. + Seichimé).
		S. I. Balzac-Saint-Honoré..	N. C.	»	»	»	7	147 164	100 (P. U. K. + Seichimé).

(*) Fusion qui fait suite à l'O.P.E. de septembre 1976.

(**) Le pourcentage détenu par la société absorbante est indiqué uniquement lorsqu'il donne lieu à annulation de titres, c'est-à-dire dans le cas des fusions.

(1) Nouvelle dénomination : Société de participations commerciales et industrielle : Comindus.

SOCIÉTÉ BÉNÉFICIAIRE ou absorbante. (a)	COTE	APPORTEUR ou société absorbée. (b)	COTE	NATURE de l'opération.	DATE d'A. G. E.	ACTIFS apportés.	AUGMEN- TAGE de capital.	MONTANT net des apports.	POURCEN- TAGE détenu par a dans b (**).
Unipol	6	Société Ovaim..... Société immobilière d'In- kermann.	4 N. C.	Fusion »	23-12-1976 »	Ensemble des actifs. »	3 053 0,5	96 781 29 174	90,4 99,9 détenus par Ovaim.
Société alsacienne de supermarchés (S. A. S. M.).	6	Grands Magasins Jung S. A.	N. C.	Fusion	27-12-1976	Ensemble des actifs.	1 808	5 343	0
Alsthom-Atlantique ...	18	Société Rateau.....	12	Fusion	29-12-1976	Ensemble des actifs.	2 339	22 725	61,4
Foncia-Crédit	2	Univerbail	2	Fusion	21-12-1976	Ensemble des actifs.	4 221	34 883	46,5
Société Les Fils Char- vet.	28	Société Maure et Angelier.	N. C.	Fusion	29-12-1976	Ensemble des actifs.	— 1 867	1 306	96,6
Carrefour	6	Soracma	N. C.	Fusion	29-12-1976	Ensemble des actifs.	1	49 950	99,9
Grands Moulins de Strasbourg.	6	Société Huileries alsa- ciennes.	N. C.	Fusion	30-12-1976	Ensemble des actifs.	69	6 485	95,9
Société commerciale de produits Cusenier.	N. C.	Cusenier	6	A. P. A. ...	30-12-1976	Actifs industriels.	(73 200)	(146 400)	»
		C. D. C.	6	»	»	»	(26 700)	(53 400)	»
Société pour l'exporta- tion de grandes mar- ques (S. G. E. M.).	N. C.	Cusenier	»	A. P. A. ...	30-12-1976	Actifs commerciaux.	(4 500)	(9 000)	»
		C. D. C.	»	»	»	»	(7 500)	(15 000)	»
Pernod-Ricard	6	Cusenier	»	Fusion	30-12-1976	Ensemble des actifs.	16 800	211 200	91,2
		C. D. C.	»	»	»	»		166 980	53,6

(**) Le pourcentage détenu par la société absorbante est indiqué uniquement lorsqu'il donne lieu à annulation de titres, c'est-à-dire dans le cas des fusions.

Tableau des offres publiques annoncées en 1976.
(Procédure normale.)

DATE de l'offre.	SOCIÉTÉS dont les actions ont fait l'objet de l'offre.	SOCIÉTÉS offrantes.	BANQUIERS présentateurs.	PAIEMENT	QUANTITÉS demandées.	RÉSULTATS
2 mars 1976.	<i>Générale alimentaire.</i> Société anonyme au capital de 190 783 150 F divisé en 3 815 663 actions de 50 F. Cote officielle, Paris.	Générale occidentale déjà détentrice de 71,8 % du capital de la Générale alimentaire.	Banque occidentale pour l'industrie et le commerce. Séquanaise de banque.	1 action Générale occidentale à émettre pour 2 actions Générale alimentaire.	Toutes quantités.	566 010 actions présentées et acceptées (14,8 %).
9 avril 1976.	<i>Antar, Pétroles de l'Atlantique.</i> Société anonyme au capital de 303 037 700 F divisé en 6 060 754 actions de 50 F. Cote officielle, Paris.	Entreprise de recherches et d'activités pétrolières (E. R. A. P.) déjà détentrice par sa filiale Socantar de 56,26 % du capital d'Antar.	Banque nationale de Paris.	1 obligation 3,50 % de 210 F E. R. A. P. à émettre pour 3 actions Antar.	Toutes quantités.	2 404 794 actions présentées et acceptées (39,67 %).
14 mai 1976.	<i>Société de placements internationaux (S. P. I.).</i> Société anonyme au capital de 24 600 000 F. divisé en 246 000 actions de 100 F. Cote officielle, Paris.	Groupe d'actionnaires de la S. P. I. détenteur de 42 % du capital de la S. P. I.	Société bancaire de Paris.	4 actions Investissement et de Gestion pour 7 actions S. P. I.	Quantité maximale de 65 000 actions.	64 617 actions présentées et acceptées (26,27 %).

DATE de l'offre.	SOCIÉTÉS dont les actions ont fait l'objet de l'offre.	SOCIÉTÉS offrantes.	BANQUIERS présentateurs.	PAIEMENT	QUANTITÉS demandées.	RÉSULTATS
14 septembre 1976.	<i>Seichimé (Société d'exploitation et d'intérêts chimiques et métallurgiques).</i> Société anonyme au capital de 299 916 000 F divisé en 5 998 320 actions de 50 F. Cote officielle, Paris.	Pechiney - Ugine-Kuhlmann déjà détentrice de 75 % du capital de Seichimé.	Crédit commercial de France. Crédit lyonnais. MM. Lazard frères et C ^e .	1 obligation convertible 8,50 % de 115 F Pechiney-Ugine - Kuhlmann à émettre pour 1 action Seichimé.	Toutes quantités.	1 198 158 actions présentées et acceptées (19,98 %).
14 septembre 1976.	<i>Cefilac.</i> Société anonyme au capital de 24 321 800 F divisé en 486 436 actions de 50 F. Cote officielle, Paris.	Pechiney - Ugine-Kuhlmann déjà détentrice de 63 % du capital de Cefilac.	Crédit commercial de France. Société générale.	1 obligation convertible 8,50 % de 115 F Pechiney-Ugine - Kuhlmann à émettre pour 2 actions Cefilac.	Toutes quantités.	171 556 actions présentées et acceptées (35,27 %).
14 septembre 1976.	<i>Cefilac.</i> 116 223 obligations convertibles 8,25 % 1970 de 140 F. Cote officielle, Paris.	Pechiney - Ugine-Kuhlmann.	Crédit commercial de France. Société générale.	11 obligations convertibles 8,50 % de 115 F Pechiney-Ugine - Kuhlmann à émettre pour 9 obligations convertibles Cefilac.	Toutes quantités.	81 864 obligations convertibles présentées et acceptées (70,44 %).
22 septembre 1976.	<i>Docks du Nord-Les Eco.</i> Société anonyme au capital de 15 000 000 F divisé en 150 000 actions de 100 F. Cote officielle, Lille.	Canus et C ^e (filiale de la société Cora déjà détentrice de 50,22 % du capital des Docks du Nord-Les Eco).	Société générale.	275 F.	Toutes quantités.	69 675 actions présentées et acceptées (46,45 %).

DATE de l'offre.	SOCIÉTÉS dont les actions ont fait l'objet de l'offre.	SOCIÉTÉS offrantes.	BANQUIERS présentateurs.	PAIEMENT	QUANTITÉS demandées.	RÉSULTATS
22 septembre 1976.	<i>Etablissements B. Mielle.</i> Société anonyme au capital de 10 000 000 F divisé en 100 000 actions de 100 F. Cote officielle, Nancy.	Docks du Nord-Les Eco déjà détenteurs de 45,6 % du capital des Etablissements B. Mielle.	Société générale.	375 F.	Toutes quantités.	28 113 actions présentées et acceptées (28,11 %).
22 septembre 1976.	<i>Sanal-Eco.</i> Société anonyme au capital de 18 348 000 F divisé en 183 480 actions de 100 F. Cote officielle, Nancy.	Etablissements B. Mielle déjà déten- teurs de 62,5 % du capital de Sanal-Eco.	Société générale.	400 F.	Toutes quantités.	61 325 actions présentées et acceptées (33,42 %).
22 septembre 1976.	<i>Alimentation d'Alsace et de Lorraine (S. A. D. A. L.).</i> Société anonyme au capital de 18 970 000 F divisé en 189 700 actions de 100 F. Cote officielle, Nancy.	Etablissements B. Mielle déjà déten- teurs de 88,8 % du capital de S. A. D. A. L.	Société générale.	140 F.	Toutes quantités.	6 684 actions présentées et acceptées (3,52 %).
4 octobre 1976.	<i>Papeteries Canson et Montgolfier.</i> Société anonyme au capital de 18 535 750 F. divisé en 74 143 actions de 250 F. Cote officielle, Lyon.	Arjomari-Prioux.	Crédit du Nord. MM. Lazard frères et C. Banque Worms.	290 F.	Quantité mi- nimale de 37 813 actions et quantité maximale de 44 486 actions.	70 220 actions présentées. 44 486 actions acceptées (60 %).

DATE de l'offre.	SOCIÉTÉS dont les actions ont fait l'objet de l'offre.	SOCIÉTÉS offrantes.	BANQUIERS présentateurs.	PAIEMENT	QUANTITÉS demandées.	RÉSULTATS
8 novembre 1976.	<i>Le Fil Dynamo.</i> Société anonyme au capital de 12 640 000 F divisé en 79 000 actions de 160 F. Hors cote, Lyon.	Raytheon Company (Etats-Unis).	Morgan Guaranty Trust Company of New York.	483 F.	Toutes quantités sous condition que 31 048 actions au moins soient proposées.	37 087 actions présentées et acceptées (46,95 %).
22 novembre 1976.	<i>Société des aciéries et tréfileries de Neuves-Maisons-Châtillon.</i> Société anonyme au capital de 81 392 400 F divisé en 813 924 actions de 100 F. Cote officielle, Nancy.	Compagnie industrielle Chiers-Châtillon.	Banque de Paris et des Pays-Bas.	15 actions Compagnie industrielle Chiers-Châtillon à émettre pour 11 actions Neuves-Maisons.	Toutes quantités.	803 891 actions présentées et acceptées (98,77 %).
8 décembre 1976.	<i>Fonderie de précision.</i> Société anonyme au capital de 11 077 000 F divisé en 221 540 actions de 50 F. Cote officielle, Paris.	Fonderies de Montupet S.A.	Crédit commercial de France. Banque nationale de Paris.	2 actions Fonderies de Montupet S.A. à émettre pour 7 actions Fonderie de précision.	Toutes quantités.	203 574 actions présentées et acceptées (91,89 %).
29 décembre 1976.	<i>Compagnie des eaux et électricité de l'Ouest africain (E. E. O. A.).</i> Société anonyme au capital de 4 milliards de F C. F. A. divisé en 400 000 actions de 10 000 F C. F. A. Cote officielle, Paris.	Gaz et Eaux déjà détentrice de 34,70 % du capital de E. E. O. A.	Crédit lyonnais.	235 F.	Quantité minimale de 64 000 actions et quantité maximale de 120 000 actions.	223 731 actions présentées. 120 000 actions acceptées (30 %).

ANNEXE XIII

L'EVOLUTION DU DEMARCHAGE FINANCIER

Le mouvement constaté depuis déjà plusieurs années s'est poursuivi en 1976 et le nombre de plans d'épargne en valeurs mobilières continue à décroître régulièrement, soit parce que des plans parviennent à leur échéance, soit parce qu'ils sont résiliés par la volonté du souscripteur avant d'être menés à leur terme.

Toutefois compte tenu des délais accordés aux établissements qui ne disposent pas d'un réseau de démarchage pour établir les statistiques annuelles relatives aux plans d'épargne en valeurs mobilières diffusés dans le public, les chiffres actuellement disponibles en ce qui concerne l'activité des banques et des agents de change sont arrêtés au 31 décembre 1975 alors que ceux des réseaux le sont fin 1976.

A. — L'activité des réseaux spécialisés en 1976.

Pour la première fois depuis 1973, le déclin des réseaux de démarchage semble s'être stabilisé, avec un maintien des effectifs et la création d'une nouvelle société de diffusion. Ainsi fin 1976, onze réseaux sont en activité dont trois réseaux d'agents d'assurances. Par ailleurs neuf sociétés qui ont cessé toute activité de démarchage continuent à assurer la gestion et l'exécution des plans antérieurement souscrits.

Pour l'ensemble des réseaux spécialisés, le nombre de démarcheurs (457) est resté stationnaire par rapport à 1975, avec une augmentation d'effectif dans trois réseaux et une diminution dans trois autres. Cependant la plupart de ces réseaux ont eu à faire face à une rotation importante de leurs agents.

Nombre de démarcheurs.

	CARTES		DÉMARCHEURS en fonction à la fin de la période.
	Délivrées.	Annulées.	
1975	387	624	457
1976 :			
Premier trimestre.....	98	111	444
Deuxième trimestre.....	88	75	457
Troisième trimestre.....	46	58	445
Quatrième trimestre.....	87	75	457
Total	319	319	457

Le nombre de plans existants a diminué de 9,3 p. 100 par rapport à 1975. Fin 1976, 51 386 plans, dont 64 p. 100 de plans à versements successifs, étaient en activité contre 58 654 l'année précédente.

Les souscriptions de plans sont en très légère diminution par rapport à 1975 (4 345 contre 4 404), par contre les fermetures de plans sont en augmentation de 10,9 p. 100 : 11 613 plans ont été résiliés ou sont parvenus à leur échéance normale contre 10 477 l'année précédente.

Nombre de plans.

	P. V. I. (1)	P. V. S. (2)	TOTAL
Existants au 31 décembre 1975 (3).....	22 214	36 440	58 654
Souscriptions	+ 1 372	+ 2 973	+ 4 345
Résiliations	- 5 124	- 6 489	- 11 613
Existants au 31 décembre 1976	18 462	32 924	51 386

(1) P. V. I. = plan à versement initial comportant l'investissement, généralement en un seul versement, d'un certain capital minimum.

(2) P. V. S. = plan à versements successifs comportant le versement de mensualités régulières pendant un certain nombre d'années.

(3) Après correction des chiffres de 1975 compte tenu du transfert dans des banques de plans précédemment gérés par deux sociétés qui ont été liquidées.

En exécution de ces plans, les réseaux ont recueilli 227 millions, soit 17 p. 100 de moins qu'en 1975. Cette diminution est plus sensible pour les plans à versement initial (— 30 p. 100) que pour les plans à versements successifs (— 9 p. 100). En 1976 pour les plans comptant la moyenne de versement se situe aux environs de 60 000 F par plan contre 87 500 F l'année précédente.

Capitaux recueillis depuis l'origine (1).

	P. V. I.		P. V. S.		TOTAL M. F.
	M. F.	P. 100	M. F.	P. 100	
Entre 1969 (1) et le 31 décembre 1975.....	1 882	62,6	1 125	37,4	3 007
En 1976.....	82	36,1	145	63,9	227

(1) Compte non tenu des sommes retirées depuis lors par suite de fermeture de plans (plans arrivés à échéance ou plans résiliés).

Le volume des engagements souscrits au titre des plans à versements successifs signés au cours de l'année est d'environ 183 millions contre 228 millions en 1975, soit 20 p. 100 de moins.

Le portefeuille global géré au titre de tous les plans existants fin 1976 représente 1 498 millions, montant sensiblement du même ordre qu'en 1975 (1 487 millions). Cette stabilité s'explique non seulement par la mauvaise conjoncture boursière constatée en 1976 mais surtout par l'importance des plans échus, résiliés ou transférés dans des banques.

Portefeuille global géré.

	A U		A U	
	31 décembre 1975.		31 décembre 1976.	
	M. F.	P. 100	M. F.	P. 100
S. I. C. A. V.	1 200	80,7	1 221	81,5
S. I. C. O. M. I.	285	19,2	275	18,3
Autres valeurs.....	2	0,1	2	0,2
Total	1 487	100	1 498	100

Les investissements réalisés au titre de ces plans concernent principalement les actions de Sicav, avec une légère augmentation de leur part dans le portefeuille global. Par contre si les actions de Sicomi tiennent une place moins importante c'est essentiellement par suite de la fermeture ou du transfert dans d'autres organismes des plans précédemment gérés par la Générale de placement.

La part des actions de Sicav placées dans les plans d'épargne vendus par les réseaux représente 4,7 p. 100 de l'actif net global des Sicav soit du même ordre qu'en 1975 (4,8 p. 100).

B. — L'activité des banques en 1975.

Fin 1975, 90 banques ou établissements financiers ne disposant pas d'un réseau spécialisé de démarchage plaçaient des plans d'épargne en valeurs mobilières soit directement à leur guichet, soit par l'intermédiaire de certains de leurs agents titulaires d'une carte de démarchage.

A cette date 213 964 plans étaient en activité (contre 237 621 fin 1974) soit une diminution de 9,9 p. 100. L'année 1975 a été marquée par une forte diminution des souscriptions et une augmentation, quoique plus faible, des fermetures de plans, les uns arrivant à échéance normale, d'autres étant résiliés.

Les souscriptions ont diminué de 35 p. 100 par rapport à 1974 : 24 298 plans souscrits (dont 6 p. 100 de plans à versement immédiat) contre 37 711 l'année précédente (dont 10 p. 100 de P. V. I.). Par contre 47 955 plans (dont 1 545 P. V. I.) ont été fermés (échus ou résiliés) contre 43 993 en 1974, soit 9 p. 100 de plus que l'année précédente.

Plus de 92 p. 100 des plans existants sont des plans à versements successifs et parmi ceux-ci 78 p. 100 sont des contrats d'épargne à long terme bénéficiant des avantages fiscaux prévus par la loi du 29 novembre 1965.

Les capitaux recueillis en 1975 en exécution des plans en activité, ont atteint 993 millions dont 44 millions au titre de plans à versement immédiat, soit une moyenne de 30 000 F par plan (comparable à l'année 1973 : 32 000 F contre 18 000 F pour 1974). Au titre des plans à versements successifs les capitaux recueillis ont atteint 949 millions dont 774 millions au titre des contrats d'épargne à long terme.

Les portefeuilles gérés au 31 décembre 1975 représentaient 5 637 millions contre 4 484 millions fin 1974, soit une augmentation de l'ordre de 26 p. 100. La gestion de ces portefeuilles fait apparaître un léger recul des actions de S. I. C. A. V. (40 p. 100 contre 43 p. 100) et des actions de S. I. C. O. M. I. (7 p. 100 contre 8 p. 100) en faveur des valeurs diverses françaises (47 p. 100 contre 44 p. 100); les valeurs étrangères, essentiellement des actions, ne représentant que 5 p. 100.

Pour les banques, les plans d'épargne demeurent un instrument de diffusion important pour le placement des S. I. C. A. V. : fin 1975 ces investissements se montaient à 2,29 milliards soit 9,2 p. 100 des actifs des S. I. C. A. V. Compte tenu des investissements de même nature effectués pour les plans d'épargne placés par les réseaux spécialisés de démarchage fin 1975 (1,2 milliard) ces investissements atteignaient au total 3,49 milliards soit 14 p. 100 des actifs des S. I. C. A. V. Si ce pourcentage est relativement faible, il apparaît que pour certaines S. I. C. A. V. plus de 70 p. 100 de leurs actifs étaient placés dans des plans d'épargne.

C. — L'activité des agents de change en 1975.

Les plans d'épargne en valeurs mobilières placés par les agents de change sont essentiellement des comptes d'épargne à long terme bénéficiant d'exonérations fiscales dans le cadre de la loi de novembre 1965. Les chiffres indiqués pour 1974 n'étant que partiels, aucune comparaison ne peut être valablement faite d'une année à l'autre.

En 1975, 565 plans nouveaux ont été souscrits contre 718 fermés (pour la plupart à leur échéance normale) ce qui a ramené le nombre de plans existants à 6 261.

Dans le cadre de ces plans les investissements, qui représentaient fin 1975 un portefeuille de 646 millions, étaient effectués essentiellement en actions (70,4 p. 100) et obligations (12,5 p. 100) françaises, les actions étrangères représentant 12,3 p. 100. Par contre les actions de S. I. C. A. V. tenaient une place très faible (0,6 p. 100) de même que les actions de S. I. C. O. M. I. (3,8 p. 100).

Le tableau ci-après donne une indication globale des plans existants fin 1975 selon la catégorie de l'organisme de placement.

Récapitulation de tous les plans.

	BANQUES	RÉSEAUX	AGENTS de change.	TOTAL
Nombre de plans existants au 31 décembre 1975...	213 964	60 211	6 261	280 436
Montant des capitaux recueillis en 1975 (M.F.).	993,6	275,8	85,3	1 354,7
Evaluation au 31 décembre 1975 du portefeuille global (M.F.).....	5 636,5	1 487,3	646,7	7 770,5
Dont :				
S. I. C. A. V.	40,6 %	80,7 %	0,6 %	46,4 %
Sicomi	7 %	19,2 %	3,8 %	9,6 %
Actions françaises....	22,4 %	0,1 %	70,4 %	23 %
Obligations françaises.	24,7 %		12,5 %	19,7 %
Actions étrangères....	5 %		12,3 %	0,8 %
Obligations étran- gères	0,3 %		0,4 %	0,5 %

ANNEXE XIV

L'EVOLUTION DES S.I.C.A.V. EN 1976

A. — S. I. C. A. V. en activité.

En 1976, quatre S.I.C.A.V., Société d'investissement et de gestion (S.I.G.), Aurore, Placements obligations, B.T.P. Rendement, ont reçu l'autorisation ministérielle de constitution, portant ainsi le nombre de S.I.C.A.V. autorisées à 99, parmi lesquelles 93 sociétés étaient en activité au 31 décembre 1976. Deux nouvelles S.I.C.A.V. seulement, qui avaient obtenu l'autorisation ministérielle en octobre 1975, se sont ouvertes au public. Ces deux S.I.C.A.V. ont été créées par la Banque Vernes et commerciale de Paris : Unipremière, spécialisée en obligations de « première catégorie » et Uni-obligations dont le portefeuille est composé d'obligations de toutes catégories, dont 90 p. 100 au moins sont cotées en France et 50 p. 100 au moins sont françaises.

B. — Evolution des souscriptions et des demandes de rachats du public.

Les souscriptions nettes sont en diminution de 160 millions de francs par rapport à 1975 avec 426 millions de francs contre 586 millions de francs, mais sont largement supérieures au montant de 1974 qui s'élevait à 294 millions de francs.

Le tableau ci-après, qui compare, trimestre par trimestre en 1975 et 1976, l'évolution des souscriptions et des demandes de rachats du public, fait apparaître :

Pour les S.I.C.A.V. diversifiées, d'une part une faible augmentation des souscriptions brutes de 1976 par rapport à celles de 1975 (+ 2,82 p. 100) qui s'est réalisée au cours des premier et quatrième trimestres ; d'autre part un fort accroissement des demandes de rachats (+ 27,46 p. 100 par rapport à celles de 1975). Ces rachats représentent 107,49 p. 100 des souscriptions brutes contre 86,72 p. 100 en 1975 ; enfin une diminution de 254 millions de francs des souscriptions nettes (+ 161 à — 93 millions de francs) ;

Pour les S. I. C. A. V. - obligations, d'une part un léger accroissement des souscriptions brutes d'une année à l'autre (+ 3,65 p. 100), chaque trimestre de 1976 étant en augmentation sur le trimestre correspondant à l'exception du quatrième ; d'autre part une diminution de 5,43 p. 100 sur 1975 des demandes de rachats, qui représentent 61,50 p. 100 des

Souscriptions et demandes de rachats du public.

(En milliers de francs.)

	PREMIER TRIMESTRE		DEUXIÈME TRIMESTRE		TROISIÈME TRIMESTRE		QUATRIÈME TRIMESTRE		TOTAL	
	1975	1976	1975	1976	1975	1976	1975	1976	1975	1976
S.I.C.A.V. diversifiées :										
Souscriptions	310 637,6	350 884,8	432 491,5	403 607,8	226 914,6	219 409,6	244 069,8	274 481,7	1 214 113,5	1 248 383,9
Moins rachats	242 904,6	399 949,1	324 432,1	351 210,7	218 375,4	241 474,9	267 124,3	349 313,9	1 052 836,4	1 341 948,6
	<u>67 733</u>	<u>- 49 064,3</u>	<u>108 059,4</u>	<u>52 397,1</u>	<u>8 539,2</u>	<u>- 22 065,3</u>	<u>- 23 054,5</u>	<u>- 74 832,2</u>	<u>161 277,1</u>	<u>- 93 564,7</u>
S.I.C.A.V. obligations :										
Souscriptions	385 063,1	395 761,2	308 793,4	375 516,5	250 938,1	254 823,5	358 575,9	324 862	1 303 370,5	1 350 963,2
Moins rachats	270 571,1	238 458,1	253 778,9	217 488	165 452,1	179 918,1	188 749,8	194 991,6	878 551,9	830 855,8
	<u>114 492</u>	<u>157 303,1</u>	<u>55 014,5</u>	<u>158 028,5</u>	<u>85 486</u>	<u>74 905,4</u>	<u>169 826,1</u>	<u>129 870,4</u>	<u>424 818,6</u>	<u>520 107,4</u>
Total :										
Souscriptions	695 700,7	746 646	741 284,9	779 124,3	477 852,7	474 233,1	602 645,7	599 343,7	2 517 484	2 599 347,1
Moins rachats	513 475,7	638 407,2	578 211	568 698,7	383 827,5	421 393	455 874,1	544 305,5	1 931 388,3	2 172 804,4
	<u>182 225</u>	<u>108 238,8</u>	<u>163 073,9</u>	<u>210 425,6</u>	<u>94 025,2</u>	<u>52 840,1</u>	<u>146 771,6</u>	<u>55 038,2</u>	<u>586 095,7</u>	<u>426 542,7</u>

souscriptions brutes contre 67,41 p. 100 l'année précédente ; en définitive une augmentation sensible des souscriptions nettes avec 520 millions de francs contre 425 (soit + 22,43 p. 100) ;

Pour l'ensemble des S.I.C.A.V., une légère augmentation des souscriptions brutes (3,25 p. 100) et des demandes de rachats (12,50 p. 100) qui atteignent 83,59 p. 100 des souscriptions contre 76,72 p. 100 en 1975, l'ensemble se traduisant par une diminution des souscriptions nettes de 27,22 p. 100.

En République fédérale d'Allemagne, 1976 se caractérise par une augmentation très importante des souscriptions nettes par rapport à 1975 et 1974 pour les fonds communs spécialisés en actions (+ 514 millions de deutsche Marks) et surtout pour les fonds en obligations (+ 2 272 millions de deutsche Marks). Cet accroissement s'est réalisé au dernier trimestre qui à lui seul a enregistré plus de 2 milliards de deutsche Marks de souscriptions nettes (dont 1,3 milliard pour les fonds en obligations).

Souscriptions nettes recueillies par les fonds communs allemands.
(Millions de deutsche Marks.)

ANNÉES	FONDS COMMUNS spécialisés en :		TOTAL
	Actions.	Obligations.	
1974	277	— 359	— 82
1975	975	511	1 486
1976	1 489	2 783	4 272

En Grande-Bretagne, bien que les souscriptions brutes aient dépassé de 12 millions de livres celles de 1975, les souscriptions nettes ont diminué de 23 millions de livres en raison de l'augmentation très sensible des rachats (+ 35 millions de livres). La plus forte baisse des souscriptions nettes a été enregistrée au cours du deuxième semestre. Cependant les résultats des Unit Trusts n'ont pas été mauvais, compte tenu de la conjoncture boursière. Les Unit Trusts qui ont réalisé les meilleurs résultats ont été ceux qui recherchent le rendement et ceux qui sont orientés vers les placements internationaux.

Souscriptions nettes recueillies par les Unit Trusts.
(Millions de livres.)

	1974	1975	1976
Souscriptions brutes.....	194,9	321,2	333
Moins rachats.....	110,2	130,9	166
Souscriptions nettes.....	84,7	190,3	167

Aux Etats-Unis, les souscriptions brutes des Mutual Funds investis en valeurs mobilières ont augmenté de 1 milliard de dollars, mais les demandes de rachats qui ont doublé par rapport à 1975 l'ont emporté sur les souscriptions de 2,5 milliards de dollars.

Souscriptions nettes des Mutual Funds.
(Milliards de dollars.)

	1974	1975	1976
Souscriptions brutes.....	5,3	3,3	4,3
Moins rachats.....	3,9	3,7	6,8
Souscriptions nettes.....	1,4	— 0,4	— 2,5

C. — Evolution des actifs nets.

Au 31 décembre 1976, les actifs nets des S. I. C. A. V. s'élèvent à 26 161 millions de francs, contre 24 922 millions de francs au 31 décembre 1975, soit une augmentation de 1 239 millions de francs.

Répartition des actifs nets des S. I. C. A. V. au 31 décembre.

	1975		1976	
	Milliers de francs.	P. 100.	Milliers de francs.	P. 100.
Actions françaises.....	4 092 107	16,42	3 603 192	13,77
Actions étrangères.....	3 977 302	15,96	4 860 927	18,53
Obligations françaises.....	14 493 143	58,15	14 308 115	54,69
Obligations étrangères.....	1 006 215	4,04	1 323 402	5,06
Portefeuille	23 568 767	94,57	24 095 636	92,10
Bons du Trésor.....	6 078	0,02	116 878	0,45
Créances hypothécaires..	127 705	0,51	130 298	0,50
Liquidités	1 219 977	4,90	1 818 484	6,95
Actif net.....	24 922 527	100	26 161 296	100

La répartition ci-dessus fait apparaître une diminution très marquée du poste actions françaises (— 490 millions de francs) et même des obligations françaises (— 185 millions de francs) au profit des valeurs étrangères (+ 883 millions de francs en actions et + 317 millions de francs en obligations).

Cette régression des valeurs françaises s'explique en grande partie par la tenue de la Bourse dont les indices accusent une baisse sensible pour les actions (— 17 p. 100) et également pour les obligations du secteur industriel (— 4,47 p. 100). Les ges-

tionnaires ont cherché à compenser cette mauvaise conjoncture par des placements en valeurs étrangères dont l'indice augmente de 8,15 p. 100.

Par ailleurs les liquidités sont plus importantes qu'à la fin de 1975 de 598 millions de francs.

En République fédérale d'Allemagne, les avoirs gérés fin 1976 s'élèvent à 18,57 milliards de deutsche Marks contre 15,29 milliards fin 1975 et se répartissent ainsi :

Répartition des actifs nets au 31 décembre 1976 des fonds communs de placement en République fédérale d'Allemagne.

	VALEURS allemandes.		VALEURS étrangères.		LIQUIDITÉS
	Obligations.	Actions.	Obligations.	Actions.	
Milliards de deutsche Marks.	8,72	7,37	0,34	0,86	1,28
Pourcentage	46,9	39,7	1,9	4,6	6,9

En Grande-Bretagne, les actifs des Unit Trusts sont passés de 2,51 à 2,54 millions de livres sterling.

Aux Etats-Unis, les actifs des Mutual Funds en valeurs mobilières s'élèvent à 47,53 milliards de dollars, contre 42,17 milliards de dollars à fin 1975.

D. — Evolution des valeurs liquidatives.

L'année 1976 reste une bonne année pour les S. I. C. A. V. en ce qui concerne l'évolution des valeurs liquidatives. En effet, les indices (1) (base 100 le 31 décembre 1975) marquent une progression importante.

Indices des S. I. C. A. V.

	S. I. C. A. V. diversifiées.	S. I. C. A. V. obligations.	ENSEMBLE
31 mars 1976.....	106,28	102,91	104,70
30 juin 1976.....	107,07	105,10	106,14
30 septembre 1976.....	106,40	106,04	106,20
31 décembre 1976.....	109,82	108,14	109,02

(1) Indices moyens corrigés, la valeur liquidative de fin de mois étant majorée du montant du coupon après détachement de celui-ci jusqu'à la fin de l'année, et pondérés en fonction de l'importance des actifs.

ANNEXE XV

LES SOCIÉTÉS CIVILES DE PLACEMENTS IMMOBILIERS EN 1976

Au 31 décembre 1976, 39 sociétés civiles de placements immobiliers avaient reçu un visa de la Commission pour leurs documents d'information.

Le tableau I ci-après fournit des indications chiffrées pour chacune de ces sociétés civiles, en ce qui concerne l'évolution de leur capital en 1976 et le fonctionnement du marché de leurs parts, la rentabilité de celles-ci, et le montant de leurs investissements.

Les souscriptions et cessions de parts.

En 1976, 23 sociétés ou groupes de sociétés ont procédé à des augmentations de leur capital pour un montant global de 518,4 millions de francs. Deux autres sociétés ayant réduit leur capital pour satisfaire des offres de cession de parts par voie de remboursement (cf. ci-après), le capital global de l'ensemble apparaît au 31 décembre 1976 en augmentation de 516,3 millions de francs par rapport au 31 décembre 1975, soit une progression de 29,5 p. 100. Ce chiffre est à rapprocher des augmentations de capital réalisées en 1975 (393,3 millions de francs) et en 1974 (254 millions de francs).

La plupart des sociétés émettent leurs parts avec des primes d'émission, qui correspondent, soit, pour des sociétés de création récente, au souci de disposer dès l'origine d'une réserve pouvant servir à amortir d'éventuels frais d'acquisition du patrimoine ou de recherche des capitaux sans affecter la rentabilité nominale des parts, soit à une estimation de la valeur des parts supérieure à leur montant nominal.

Aussi, le volume des fonds réellement collectés est sensiblement plus élevé que celui des augmentations de capital ; il est de l'ordre de 670 millions de francs. Dans ce montant total, 3 sociétés (Unipierre, Valeur-Pierre 2 et Sogépierre) ont contribué pour 55 p. 100.

Il a paru intéressant de procéder, pour chaque société, à une estimation de sa capitalisation au 31 décembre 1975 et au 31 décembre 1976 sur la base du nombre de parts émises et du prix d'acquisition à ces dates (cf. tableau II). On remarquera que ces calculs, s'ils font ressortir une différence de 525 millions de francs au 31 décembre 1976 entre le total des capitalisations et celui des capitaux sociaux, ne modifient pas sensiblement le classement des sociétés par rapport à celui résultant du seul capital nominal.

Les cessions de parts déjà créées ont représenté au cours de l'année 1976 58,4 millions de francs en valeur nominale, dont 36,7 millions (62,8 p. 100) ont concerné les parts émises par le groupe Civile foncière (16,3 millions de francs), Slivimo 2 (1) (9,4 millions de francs) et la Rente immobilière (11 millions de francs). Dans les deux premiers cas, ces courants d'échanges importants sont à rapprocher des excédents d'offres de cession existant au 31 décembre 1975. Pour la Rente immobilière, comme les années précédentes, les rachats ont pour la plus grande part été effectués par le groupe du Crédit foncier de France.

Si l'on exclut ces trois cas particuliers et les sociétés de création trop récente pour que des demandes de rachat aient pu déjà se manifester de façon significative, les cessions effectuées représentent en valeur nominale 1,45 p. 100 du capital global des sociétés concernées (contre 2,86 p. 100 en 1975 pour les sociétés présentant les mêmes caractéristiques). Ce pourcentage varie de 0,1 p. 100 pour Selectipierre - 1 et Selectinvest à 7,42 p. 100 pour Immofonds - 1 et se situe, dans la majorité des cas, entre 1 et 2 p. 100.

Le montant, en valeur nominale, des cessions demandées et non réalisées au 31 décembre 1976 s'élève à 4,1 millions de francs, contre 18,3 millions de francs un an auparavant. Elles concernent trois sociétés (Slivimo 2, Slivimo 3, Capital foncier 3) et représentent en moyenne 3,26 p. 100 de leur capital. Ce pourcentage est particulièrement élevé dans le cas de Slivimo 3 (plus de 12 p. 100 du capital), qui avait rencontré en 1975 et au début de 1976 certains problèmes pour la location de ses immeubles et dont la rentabilité des parts avait de ce fait diminué. En ce qui concerne le Capital foncier 3, les parts qui n'avaient pu trouver de contrepartie au 31 décembre 1976 ont en définitive été cédées dans le courant du mois de janvier 1977. Les trois sociétés bénéficient, pour les aider à résorber les excédents d'offres de cession, de l'appui de leur groupe associé.

Les autres sociétés qui connaissaient une situation semblable au 31 décembre 1975 ont résolu cette difficulté en 1976. C'est ainsi que le groupe Civile foncière, qui depuis quelques années avait pu améliorer sensiblement ses dividendes, avait retrouvé un équilibre pour le marché de ses parts dès la fin du premier semestre 1976, ce qui a rendu possible une augmentation du prix conseillé d'acquisition des parts. Par ailleurs, la société Unicep-France 2 a réduit son capital de 769 000 F et remboursé les associés vendeurs à l'aide de la trésorerie dont elle disposait.

Enfin, il convient de signaler que la Foncière générale française n'a pu faire face aux demandes de rachat présentées par les associés que grâce à une clause statutaire de variabilité du capital, qui lui donne la possibilité de racheter les parts des associés dans la limite de 10 p. 100 de son capital et de les annuler. A fin 1976, la valeur nominale des parts rachetées et annulées s'élève à 1 531 000 F, soit 3,7 p. 100 du capital.

(1) Anciennement Capital foncier - 1.

La rentabilité des parts.

Les dirigeants de 21 sociétés ou groupes de sociétés ont jugé possible de procéder à des rajustements en hausse des prix d'acquisition des parts. Ces réévaluations se chiffrent, dans dix cas, entre 4 et 8 p. 100 d'une année sur l'autre. Elles excèdent 10 p. 100 pour trois sociétés dont le prix des parts n'avait pratiquement pas été modifié depuis plusieurs années. La dernière colonne du tableau I, donne l'indication, pour chaque société, de la variation moyenne annuelle du prix des parts sur une période plus longue.

Vingt et une sociétés ou groupes de sociétés ont été en mesure en 1976 d'augmenter les dividendes distribués à leurs associés, trois les ont maintenus, et trois autres ont été amenées à les réduire (Slivimo 1, Slivimo 2 et Investipierre 2). Compte tenu des réévaluations de prix opérées, les taux de rendement calculés en rapportant le montant des dividendes distribués au prix d'acquisition des parts en vigueur à fin 1976 sont néanmoins comparables à ceux de fin 1975. Ils se situent dans vingt-deux cas entre 7 et 9 p. 100 et varient de 6 p. 100 pour la Foncière générale française à 10,77 p. 100 pour l'Epargne foncière 1.

Les investissements réalisés.

Les investissements réalisés par les sociétés civiles de placements immobiliers en 1976 ont représenté 505,3 millions de francs. Le tableau III fournit à ce propos une ventilation géographique et par types d'immeubles des acquisitions réalisées.

Les trois quarts des immeubles nouvellement acquis consistent en bureaux, situés pour l'essentiel (71,2 sur 75,5 p. 100) à Paris et dans la région parisienne. L'orientation, décelée l'année précédente, des investissements vers la province et vers les immeubles autres que de bureaux (la part des entrepôts dans les placements nouveaux est tombée de 32 p. 100 en 1975 à 16 p. 100 en 1976) ne s'est donc pas trouvée confirmée en 1976.

Il est à noter qu'une société, la Rente immobilière, a cédé pour 18,4 millions de francs d'immeubles, dont un peu plus des deux tiers sont des locaux d'habitation ; les capitaux provenant de ces ventes n'étaient à la fin de l'année que partiellement réinvestis.

Le patrimoine global des sociétés civiles de placements immobiliers, dont la ventilation fait l'objet du tableau IV, présente au 31 décembre 1976 les caractéristiques suivantes.

La proportion des immeubles de bureaux atteint 65,2 p. 100 du patrimoine global, contre 56,9 p. 100 à fin 1975. Au sein de cette catégorie, la prépondérance des immeubles parisiens ou situés en région parisienne, s'est maintenue (90 p. 100 des immeubles de cette catégorie).

Cette prépondérance des immeubles situés en région parisienne (globalement 80,4 p. 100, contre 80,6 p. 100 à fin 1975) est cependant d'une ampleur moindre, ou même inexistante, dans les autres types d'investissements : locaux commerciaux (61 p. 100 des immeubles de ce type sont situés en province), immeubles divers (43 p. 100) et entrepôts (33 p. 100).

TABLEAU I

Sociétés civiles de placements immobiliers.
Situation au 31 décembre 1976 (avant approbation des comptes.)
(En milliers de francs.)

GROUPE ASSOCIÉ	NOM DES SOCIÉTÉS	CAPITAL au 31 décembre 1975.	CAPITAL au 31 décembre 1976.	VARIATION du capital pendant l'année 1976.	CESSIONS de parts de l'année 1976 (1).	OFFRES de cession en suspens au 31 déc. 1976 (1).	INVESTIS- SEMENTS de l'année 1976.	RENTABILITÉ EN POURCENTAGE				VARIATION MOYENNE annuelle du prix de souscription en pourcentage/durée de référence (4).
								1975		1976		
								Div. (2).	Prix (3).	Div. (2).	Prix (3).	
Sans objet.....	Groupe Civile foncière.....	349 502	349 502	»	16 266	»	»	8,51	»	8,66	+ 4,52	0/5 ans (5).
Crédit lyonnais.....	Silvimo 1.....	145 000	200 000	55 000	2 290	»	43 059	7,87	»	7,58	+ 1,85	+ 2,90/4,75 ans.
Crédit lyonnais.....	Silvimo 2 (6).....	101 640	101 640	»	9 358	»	»	8,01	»	7,28	»	+ 0,39/5 ans (10).
Crédit lyonnais.....	Silvimo 3 (7).....	15 095	15 095	»	991	2 219	»	6,62	»	7,28	»	+ 0,98/5 ans (10).
Crédit agricole.....	Unipierre.....	117 698	253 846	136 148	1 902	»	109 492	7,51	+ 7,57	7,51	+ 6,52	Non significatif.
Société générale.....	Sogepierre.....	154 791	233 508	78 717	2 660	»	46 192	7,93	+ 4,60	8,02	+ 4,41	+ 2,35/3,5 ans.
B. P. P. B. - Crédit du Nord.....	Valeur - Pierre 1.....	136 902	136 902	»	2 776	»	»	7,47	+ 5,02	7,50	+ 4,35	Non significatif.
B. P. P. B. - Crédit du Nord.....	Valeur - Pierre 2.....	4 886	64 780	79 874	411	»	101 438	»	»	7,17	+ 4,35	Non significatif.
Sans objet.....	Epargne foncière 1.....	40 000	40 000	»	557	»	»	10,40	»	10,77	+ 4	+ 3,29/5 ans.
Sans objet.....	Epargne foncière 2.....	93 007	93 007	»	1 375	»	1 841	10,42	»	10,40	+ 5,02	+ 3,55/5 ans.
Sans objet.....	Epargne foncière 3.....	48 112	48 112	»	1 202	»	10	10	»	10	»	+ 0,98/5 ans.
Crédit foncier.....	Rente immobilière.....	177 631	177 631	»	11 074	»	13 040	6	»	6,29	»	- 0,81/5 ans (5).
Banque nationale de Paris.....	Investipierre 1.....	37 900	37 900	»	390	»	4 131	7,93	+ 6	7,52	+ 5,66	+ 3,85/3 ans (10).
Banque nationale de Paris.....	Investipierre 2.....	43 800	88 800	15 000	30	»	35 333	7,83	»	7,19	»	Non significatif.
Banque nationale de Paris.....	Investipierre 3.....	»	13 000	13 000	»	»	»	»	»	8,37	»	Non significatif.
U. C. I. P.	Participation foncière 1.....	28 632	40 522	11 890	476	»	10 859	7,78	+ 4,70	7,51	+ 8,16	+ 4,76/5 ans
U. C. I. P.	Participation foncière 2.....	28 425	39 900	13 475	418	»	12 708	7,54	+ 6,70	7,04	+ 7,53	+ 5,14/5 ans (10).
Banques populaires.....	Fruictipierre.....	49 368	61 618	21 250	750	»	34 149	7,10	»	7,11	+ 1,60	Non significatif.
Suez - C. I. C. - Abeille.....	Sélectipierre 1.....	25 000	43 215	18 215	45	»	23 690	6,50	»	8,01	»	Non significatif.
Sans objet.....	Foncière générale française.....	41 987	40 933	- 1 054	1 573	»	»	6	+ 5,55	6	»	+ 2,60/5 ans.
Sans objet.....	Immofonds 1.....	28 165	28 165	»	2 090	»	10	10	»	10	»	+ 3,01/5 ans.
Sans objet.....	Immofonds 2.....	7 986	8 247	261	535	»	454	8	»	8	»	+ 2,76/3,75 ans.
Worms.....	Worms - Pierre.....	8 161	26 000	17 839	134	»	31 894	»	»	7,27	»	Non significatif.
Sans objet.....	E. I. R. A. M.....	15 964	20 305	4 341	265	»	2 261	7,70	»	8	+ 3,70	+ 4,54/5 ans (10).
Sans objet.....	Immo - Placement.....	15 300	18 196	2 896	372	»	3 580	7,75	+ 6,52	7,58	+ 8,16	+ 4,76/5 ans.
Alsaicienne de supermarchés.....	Baggersée - Ouest.....	16 130	16 130	»	»	»	»	8,77	»	9,42	+ 15	+ 4,90/5 ans.
Suez - La Hénil.....	Sélectinvest.....	11 163	(8) 12 200	3 087	14	»	3 841	8,25	»	8,16	+ 6,09	Non significatif.
Crédit commercial de France.....	Elysées - Pierre.....	»	13 200	13 200	»	»	11 732	»	»	7,78	»	Non significatif.
Comptoir central mat. ent.....	Cifocoma.....	4 677	10 619	5 942	107	»	4 856	10,91	»	9,53	+ 11,55	+ 2,92/5 ans.
Banque indust. mob. priv.....	Immobilierie privée.....	»	10 000	10 000	»	»	1 700	»	»	6,25	+ 0,77	Non significatif.
Banque union européenne.....	Euro - Foncière.....	»	9 403	9 403	50	»	8 200	»	»	7,32	+ 2,73	Non significatif.
Sans objet.....	Unicrep - France 2.....	6 970	6 201	- 769	214	»	»	9,28	»	9,45	+ 0,29	+ 0,01/5 ans.
Crédit lyonnais - B. F. A. C. M.....	Capital foncier 3.....	4 703	9 703	5 000	116	(9) 54	»	9,01	+ 0,91	10,05	+ 10,80	+ 3,31/3,5 ans.
Banque Union marit. finan.....	Pierre sélection.....	»	1 340	1 340	»	»	301	»	»	9,99	»	Non significatif.
Banque Martin-Maurel.....	France - Pierre.....	»	1 206	1 206	24	»	301	»	»	»	»	Non significatif.
Sans objet.....	Immauvergne.....	»	1 000	1 000	»	»	503	»	»	»	»	Non significatif.
Total.....		1 747 615	2 263 868	516 253	58 485	4 118	505 279	»	»	»	»	»

(1) En valeur nominale.

(2) Rapport du dividende distribué au prix de souscription en fin de période.

(3) Variation du prix de souscription au cours de la période.

(4) Depuis le 1^{er} janvier 1972, ou, pour les sociétés plus récentes, depuis leur date de création. Le calcul n'est pas effectué pour les sociétés de moins de trois ans d'existence.

(5) Ce pourcentage tient compte des opérations de réduction de prix effectuées par les anciens dirigeants.

(6) Ancien Capital foncier 1.

(7) Ancien Capital foncier 2.

(8) Les souscriptions s'accompagnent d'une prime d'émission de 3 712 F par part de 1 000 F. De ce fait, les capitaux propres au 31 décembre 1976 s'élevaient à 59 024 M. F.

(9) Ces offres de cession en suspens ont été satisfaites dans le courant du mois de janvier 1977.

(10) Parallèlement, le rapport div./prix a légèrement diminué depuis l'origine de la société.

TABLEAU II

Estimation de la capitalisation des sociétés civiles de placements immobiliers sur la base du prix d'acquisition de leurs parts.
(En milliers de francs.)

NOM DES SOCIÉTÉS	31 DÉCEMBRE 1975	31 DÉCEMBRE 1976
Groupe Civile foncière.....	367 809	(1) 384 452
Slivimo 1	168 815	237 160
Slivimo 2	106 722	106 722
Slivimo 3	15 850	15 850
Groupe Slivimo	(291 387)	(359 732)
Unipierre	135 326	310 961
Valeur-Pierre 1	157 437	(1) 164 282
Valeur-Pierre 2	7 133	128 676
Groupe Valeur-Pierre	(164 570)	(292 958)
Sogepierre	175 688	276 707
Epargne foncière 1	50 000	(1) 52 000
Epargne foncière 2	111 608	(1) 116 259
Epargne foncière 3	49 074	(1) 50 517
Groupe Epargne foncière	(210 682)	(218 776)
Rente immobilière	177 631	177 631
Investipierre 1	54 235	(1) 57 305
Investipierre 2	59 130	(2) 79 330
Investipierre 3	»	(2) 17 550
Groupe Investipierre	(113 365)	(154 235)
Participation foncière 1	38 582	59 061
Participation foncière 2	34 736	56 398
Groupe Participation foncière	(73 318)	(115 459)

NOM DES SOCIÉTÉS	31 DÉCEMBRE 1975	31 DÉCEMBRE 1976
Fructipierre	50 046	78 255
Sélectinvest	56 820	76 950
Foncière générale française.....	55 843	54 441
Sélectipierre 1	31 250	(2) 54 019
Worms-Pierre	13 563	(2) 43 212
Immofonds 1	32 671	32 671
Immofonds 2	8 765	9 071
Groupe Immofonds	(41 436)	(41 742)
E. I. R. A. M.	21 551	28 427
Immo-Placément	18 742	24 109
Baggersee-Ouest	17 894	(1) 20 578
Elysées-Pierre	»	16 546
Cifocoma	5 145	13 486
Capital foncier 3.....	5 220	11 964
Immobilière privée	»	11 752
Euro-Foncière	»	11 645
Unicep-France 2	8 105	7 231
Pierre sélection	»	1 576
France-Pierre	»	1 409
Immauvergne	»	1 000
Total	2 035 391	2 789 203

(1) L'augmentation d'une année sur l'autre provient exclusivement de la revalorisation des parts.

(2) L'augmentation d'une année sur l'autre provient exclusivement des souscriptions nouvelles.

TABLEAU III

Répartition des acquisitions réalisées en 1976 par les sociétés civiles de placements immobiliers.

(En pourcentage des acquisitions totales hors frais et taxes.)

PAR TYPES D'IMMEUBLES et par zones géographiques.	BUREAUX	LOCAUX commerciaux.	LOCAUX d'habitation.	ENTREPOTS	DIVERS (ateliers, cliniques, parkings, etc.).	TOTAL
Paris	37,1	1,5	»	»	»	38,6
Région parisienne (hors Paris)....	34,1	2,1	»	10,8	1 »	48 »
Province	4,3	3,1	»	5,4	0,6	13,4
Total	75,5	6,7	»	16,2	1,6	100 »

TABLEAU IV

Répartition du patrimoine des sociétés civiles de placements immobiliers au 31 décembre 1976.

(En pourcentage des valeurs au bilan des sociétés.)

PAR TYPES D'IMMEUBLES et par zones géographiques.	BUREAUX	LOCAUX commerciaux.	LOCAUX d'habitation.	ENTREPOTS	DIVERS (ateliers, cliniques, parkings, etc.).	TOTAL
Paris	31,5	2,2	2,4	0,2	0,2	36,5
Région parisienne (hors Paris).....	27,7	1,9	3,6	8,9	1,8	43,9
Province	6	6,5	1,2	4,4	1,5	19,6
Total	65,2	10,6	7,2	13,5	3,5	100

ANNEXE XVI

SITUATION DE L'ACTIONNARIAT DES SALARIES EN 1976

Peu de changements ont été constatés en matière d'actionnariat des salariés, sauf dans la formule des plans d'achat ou de souscription d'actions dans le secteur privé. L'année 1976 a été, en effet, la première année de fonctionnement pour la plupart des plans proposés (une douzaine au total). Toutefois, si cette formule semble attirer un certain nombre d'entreprises, elle ne trouvera d'application pratique que lorsque les amendements concernant la procédure d'achat en Bourse auront été adoptés. Les autres formules continuent, par contre, à rencontrer peu de succès, dans la mesure où elles sont facultatives. Seul le régime de la participation, de par sa nature obligatoire, a une application plus large.

A. — Participation des salariés.

Le régime de la participation des salariés aux fruits de l'expansion des entreprises, obligatoire pour toute entreprise employant plus de cent salariés, facultatif pour les autres, est demeuré stationnaire en 1976 en raison, notamment, des difficultés économiques auxquelles ont eu à faire face un certain nombre d'entreprises. Toutefois, les chiffres concernant l'année 1976 ne sont pas connus. Viennent seulement d'être publiés par le ministère du travail ceux relatifs aux accords de participation conclus fin 1975 ainsi que des renseignements détaillés sur la réserve de participation dégagée en 1973.

Au 31 décembre 1975, 9 581 accords de participation avaient été conclus, concernant 10 769 entreprises employant un peu plus de 4,7 millions de salariés. Parmi celles-ci, 1 017 entreprises emploient cent salariés ou moins.

Ces accords se décomposent en :

- 6 013 accords de droit commun ;
- 3 372 accords dérogatoires, dont 2 922 accords d'entreprise et 450 accords de groupe ;
- 196 entreprises auxquelles a été appliqué l'article L. 442-12 du code du travail, faute pour elles d'avoir conclu un accord dans le délai qui leur était imparti.

Le nombre d'accords n'a donc augmenté que de 3,1 p. 100 par rapport au 31 décembre 1974. Cet accroissement modéré pourrait s'expliquer, d'après le ministère du travail, par le fait que si un certain nombre d'entreprises nouvelles se sont trouvées soumises à la législation sur la participation, d'autres, par contre, ne rentrent plus dans son cadre, notamment par suite de dénonciation d'accords en cours de validité pour baisse d'effectifs à cent salariés ou moins, soit par suite de fusion ou absorption, soit encore en raison de cessation d'activité.

La réserve spéciale de participation dégagée au titre des exercices ouverts en 1973 s'est élevée à 2 176 millions de francs, soit une progression de 17,8 p. 100 par rapport à celle de 1972. Cette progression est donc plus importante que celle constatée en 1972 par rapport à 1971 (12,6 p. 100). Ceci résulte essentiellement du fait que le bénéfice net pris en considération a progressé de 15,2 p. 100 par rapport à 1972, alors que, dans le même temps, les capitaux propres se sont accrus seulement de 12,1 p. 100. Or, en 1972, le phénomène inverse avait été constaté puisque l'augmentation des bénéfices nets de 12,6 p. 100 avait été atténuée par une très forte progression des capitaux propres (+ 23,9 p. 100). Bien qu'aucune prévision n'ait été donnée, il ne semble pas que cette progression se soit poursuivie depuis 1974.

Cette progression est également sensible, quoique dans une moindre mesure, pour le montant moyen réparti par bénéficiaire, qui est de 699 F en 1973 contre 658 F en 1972, soit une progression de 6,2 p. 100 (contre 5,6 p. 100 entre 1972 et 1971). Le fait que cette progression soit inférieure à celle de la réserve globale résulte de la forte augmentation du nombre de salariés bénéficiaires (+ 11 p. 100 entre 1972 et 1973, contre 6,4 p. 100 entre 1971 et 1972). Ce montant représente par rapport aux salaires pris en considération un pourcentage moyen de 3,08 p. 100, soit sensiblement du même ordre qu'en 1972 (3,1 p. 100) et 1971 (3,2 p. 100). Ce chiffre résulte toutefois d'un éventail entre les moyennes calculées selon les diverses branches d'activité (2,2 p. 100 à 3,9 p. 100) plus étroit qu'en 1972 (1,8 p. 100 à 4,1 p. 100).

La réserve de participation distribuée au titre de 1973 représente en moyenne 15,4 p. 100 des bénéfices nets des sociétés retenues pour son calcul, la moyenne par branche d'activité variant entre 9,1 p. 100 et 23,3 p. 100, taux légèrement supérieur à celui constaté en 1972 (15,1 p. 100) pour un éventail beaucoup plus large.

Les sommes ainsi attribuées se sont réparties par moitié entre les comptes courants bloqués et les investissements en valeurs mobilières, très peu en attribution directe d'actions de l'entreprise (1,3 p. 100), la majeure partie (47 p. 100) en parts de fonds communs de placement constitués ou non dans le cadre de plans d'épargne d'entreprises. L'évolution de ces fonds communs de placement est examinée en tant qu'instruments de gestion collective dans la deuxième partie, chapitre A-V, et fait l'objet d'une étude plus détaillée en annexe XVII.

B. — Les plans d'options sur actions.

Cette formule d'actionnariat, régie par la loi du 31 décembre 1970, reste d'application relativement limitée tant dans le nombre de sociétés qui proposent à leurs salariés un plan d'option d'achat d'actions ou un plan d'option de souscription, un peu plus d'une trentaine, que dans le nombre de personnes appelées à en bénéficier, la majorité de ces sociétés réservant ces options aux cadres et même parfois à un petit nombre de cadres supérieurs. De fait, seuls 5 000 salariés seraient bénéficiaires de plans d'options sur actions sur un effectif global de l'ordre de 180 000 personnes, soit moins de 3 p. 100.

L'examen de quelques plans arrivés au terme de leur durée fait apparaître des résultats décevants pour certains plans offerts à l'ensemble du personnel. En effet, le petit nombre d'actions (généralement moins de 4) attribuées à chaque bénéficiaire non cadre ne peut susciter de leur part la motivation recherchée, et moins de 10 p. 100 lèvent leur option. Par contre, les résultats sont très positifs lorsque l'offre est faite à un petit nombre de cadres. Il est à noter à cet égard qu'aux Etats-Unis les bénéficiaires des « stock option plans » représentent en général 0,8 p. 100 des effectifs des sociétés concernées.

C. — L'actionnariat dans le secteur public.

Cette forme d'actionnariat, qui s'applique essentiellement dans les banques nationales et les entreprises nationales d'assurances en vertu des dispositions de deux lois du 4 janvier 1973, rencontre d'une façon générale peu de succès.

Les entreprises concernées qui ont procédé en 1973 à une distribution gratuite d'actions aux membres de leur personnel qui remplissaient les conditions prévues, ont continué à effectuer une distribution annuelle complémentaire pour ceux de ces personnels qui ont accédé en 1976 à un échelon leur donnant droit à un nombre d'actions supplémentaire ou pour les salariés qui remplissaient pour la première fois les conditions d'ancienneté requises. Par contre, aucune cession à titre onéreux n'a été proposée au personnel en 1976.

Au total ces sociétés ont réparti soit à titre gratuit, soit à titre onéreux entre 6,5 p. 100 et 10 p. 100 de leur capital alors que le pourcentage susceptible d'être réparti est de 25 p. 100. Les actions actuellement négociables c'est-à-dire celles cédées à titre onéreux et celles qui, attribuées gratuitement, ont fait l'objet d'un déblocage exceptionnel, représentent un pourcentage variant entre 0,8 et 2 p. 100 selon les sociétés. Le premier déblocage à échéance normale de cinq ans des actions attribuées gratuitement ne doit intervenir qu'en 1978. Mais on constate que dans l'ensemble les salariés bénéficiaires de titres distribués gratuitement revendent ces actions dès qu'elles cessent d'être bloquées. Par contre, ceux qui ont acquis volontairement des actions à titre onéreux ne procèdent pas à une revente systé-

matique de leurs actions. De ce fait, au 31 décembre 1976, il apparaît que près de la moitié des actions négociables étaient entre les mains de personnes physiques autres que les membres du personnel, soit moins de 1 p. 100 du capital de ces sociétés.

Les actions de ces sociétés, à l'exception de celles du Crédit lyonnais, ont été inscrites à la cote officielle soit fin 1975, soit au cours de l'année 1976. Pour ces sociétés le problème de la négociabilité des actions est donc résolu, encore que pour certaines d'entre elles les cours soient descendus à un niveau très inférieur au prix d'offre. Il est rappelé que les actions de ces sociétés, qui sont nominatives, ne peuvent être acquises que par des personnes physiques de nationalité française, dans la limite maximum de 500 titres pour les banques et de 250 pour les sociétés d'assurances. Certains institutionnels limitativement énumérés sont également habilités à en acquérir à hauteur de 1 p. 100 du capital. En fait fin 1976, leur participation était, dans la majorité des sociétés concernées, très inférieure à ce pourcentage.

D. — L'actionnariat dans le secteur privé.

Dans l'attente d'amendements à apporter aux textes pour rendre plus facilement applicables la loi du 27 décembre 1973 et le décret du 23 avril 1974, peu de sociétés ont offert à leurs salariés des plans d'achat ou de souscriptions d'actions : trois nouvelles sociétés ont, en 1976, proposé à leur personnel de tels plans d'achat et une autre un plan de souscription d'actions, ce qui porte à douze le nombre de sociétés ayant mis en application les textes susvisés. Les renseignements fournis au 31 décembre 1976 concernent l'ensemble de ces sociétés.

Les plans d'achat d'actions offerts dans les dix sociétés l'ont été à environ 12 700 salariés remplissant les conditions d'ancienneté requise sur un effectif de 15 000 personnes. Parmi ceux-ci 1 140 ont demandé l'ouverture d'un compte d'actionnariat, dont 395 au cours de 1976. Par contre 69 comptes ont été fermés dont 62 en 1976. Le nombre de comptes ouverts fin 1976 est donc de 1 072, 52 p. 100 concernant des cadres, 44 p. 100 des employés techniciens ou agents de maîtrise (E.T.A.M.) et 4 p. 100 des ouvriers.

Ces comptes d'actionnariat ont été alimentés en 1976 par des prélèvements sur salaires pour un montant de 2 053,4 milliers de francs auxquels s'est ajouté un versement volontaire ne bénéficiant d'aucun avantage, soit au total 2 055 milliers de francs contre 1 239 milliers de francs en 1975.

Ces prélèvements ont été effectués pour le compte de 1 090 salariés et représentent une moyenne de 1 885 F par salarié contre 1 666 F en 1975. Près de 5 p. 100 des salariés (une cinquantaine) ont donné des ordres de prélèvement pour un montant annuel supérieur au plafond des 3 000 F déductibles des revenus à déclarer au titre de l'impôt sur le revenu des personnes physiques.

Ces prélèvements ont été complétés dans cinq sociétés par des abondements représentant au total 417 milliers de francs, soit 23,2 p. 100 des prélèvements effectués sur les salaires de leur personnel. L'importance de cet abondement représente, selon les sociétés entre 1,5 p. 100 et 100 p. 100 des prélèvements sur salaires.

Les sommes versées en 1976 dans ces comptes d'actionnariat, soit au total 2 472 milliers de francs ont été utilisées à l'achat en bourse d'actions des sociétés concernées (puisque l'acquisition d'actions de sociétés mère ou filiales n'est pas encore possible dans le cadre des plans d'achat), un solde non utilisé de 124 milliers de francs restant dans les comptes en fin d'année.

Deux sociétés ont procédé en cours d'année à une attribution gratuite ; les quatre cinquièmes des salariés actionnaires ont exercé leurs droits. L'une d'entre elle a également procédé à une émission en numéraire. Les deux tiers des salariés ont exercé leurs droits. Au total les salariés titulaires d'un compte d'actionnariat détenaient entre 0,07 p. 100 et 0,7 p. 100 du capital de leur société. Sur environ 30 000 actions ainsi attribuées 692 ont été vendues ou mises au porteur sur 790 débloquées.

Les plans de souscription d'actions ont été offerts dans deux sociétés et ont concerné 13 000 salariés, soit la presque totalité des effectifs. Parmi ceux-ci 1 740, soit 13,5 p. 100, essentiellement des cadres, ont souscrit à l'augmentation de capital. Les salariés ont ainsi acquis entre 0,5 et 1 p. 100 du capital de leur entreprise. Dans les deux cas les salariés bénéficient d'un délai pour régler, par prélèvements sur salaire, le montant de leur souscription. Ceux-ci sont complétés par un abondement de l'entreprise. Au total les souscriptions s'élèvent à environ 13 millions de francs sur lesquels subsiste un solde à verser de 9 millions de francs, dont 4 millions par l'entreprise et 5 millions à prélever sur les salaires. Les augmentations de capital ainsi réalisées sont de l'ordre de 815 milliers de francs.

ANNEXE XVII

LA SITUATION DES FONDS COMMUNS DE PLACEMENT DE LA PARTICIPATION ET DES PLANS D'ÉPARGNE D'EN- TREPRISE EN 1976

Au 31 décembre 1976, il existait 3 142 fonds communs de placement constitués en application des ordonnances de 1967 et des plans d'épargne d'entreprise contre 3 135 fin 1975. Cette stabilité n'est en fait qu'apparente puisque une centaine de nouveaux fonds ont été créés soit dans des entreprises qui optaient pour la première fois pour cette formule de placement, soit dans des entreprises qui ayant déjà choisi cette formule ont voulu mettre en concurrence plusieurs gestionnaires de fonds communs.

Parallèlement une centaine de fonds communs dont les actifs étaient insuffisants pour justifier une gestion individuelle diversifiée ont été regroupés dans des fonds multi-entreprises, regroupements qui facilitent sans doute la tâche des gestionnaires, mais qui présentent également un certain intérêt pour les adhérents qui peuvent ainsi bénéficier d'une gestion réellement diversifiée, donc plus active, en supportant une charge de gestion financière et administrative relativement moins lourde.

Sur ces 3 142 fonds communs (dont 632 constitués dans le cadre d'un plan d'épargne), 3 045 sont individualisés par entreprise ou groupe d'entreprises (soit au total 3 520 de celles-ci) et 97 sont des fonds multi-entreprises (auxquels ont adhéré 2 378 entreprises). Sur les 5 898 entreprises intéressées, 1 034 ont adopté une formule de plan d'épargne.

La grande majorité de ces fonds (3 100) est gérée par 34 sociétés de gestion contre 35 l'année précédente, une d'entre elles, Gestion Epargne Participation, ayant été absorbée par Inter-épargne. Par ailleurs, par suite d'une modification d'objet social, la société de gestion du F. I. B. T. P. s'est transformée, sous la dénomination de « B. T. P. Gestion », en une société de gestion de portefeuille avec création d'une nouvelle société de gestion de fonds communs de placement, dénommée « Gestion B. T. P. ».

Par ailleurs 42 fonds communs (dont 32 créés dans le cadre d'un plan d'épargne) sont gérés par 32 entreprises qui les ont constitués pour leurs salariés ou pour ceux de sociétés du même groupe : ces fonds regroupent les salariés de 68 entreprises.

Enfin la concurrence entre gestionnaires se poursuivant, la commission a enregistré le transfert d'un gestionnaire à un autre des actifs d'une quarantaine de fonds communs.

Les sommes versées dans les fonds communs depuis l'origine jusqu'au 31 décembre 1975 représentent plus de 6 milliards de francs.

Sommes versées chaque année dans les fonds communs.
(Millions de francs.)

	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	TOTAL
Réserves de participation	102	753	818	844	995	1 118	1 146	5 776
Versements des salariés	7	34	57	65	83	92	95	433
Abonnement complémentaire des entreprises et intérêts de retard	4	31	30	34	46	56	80	281
	113	818	905	943	1 124	1 266	1 321	6 490

Les réserves de participation indiquées dans le tableau ci-dessus ne correspondent pas à celles mentionnées au paragraphe suivant comme provenant des réserves de participation dégagées au titre de chaque année, du fait que des retards plus ou moins importants sont constatés dans le versement des réserves attribuées, ce qui entraîne un décalage sur les années suivantes.

Le pourcentage des réserves de participation distribuées qui est investi dans des fonds communs est toujours de l'ordre de 50 p. 100 :

- 353 millions sur 679 millions dégagés en 1968 ;
- 635 millions sur 1 177 millions dégagés en 1969 ;
- 779 millions sur 1 373 millions dégagés en 1970 ;
- 830 millions sur 1 641 millions dégagés en 1971 ;
- 1 015 millions sur 1 846 millions dégagés en 1972 ;
- 1 103 millions sur 2 176 millions dégagés en 1973 ;
- 1 060 millions sur 2 100 millions dégagés en 1974 (estimation).

Bien qu'aucune estimation n'ait été publiée quant au montant des réserves de participation dégagées en 1975 et attribuées aux salariés en 1976, il semble que, du fait de la conjoncture économique de 1975 et des difficultés rencontrées par certaines entreprises, la part de ces réserves versée dans des fonds communs de placement doive être inférieure à celle de l'année précédente.

Les sommes versées dans des plans d'épargne d'entreprise sont toujours très faibles. Les versements des salariés sont pratiquement stationnaires (95 millions en 1975, dont 6 millions

correspondant à des transferts, en fin de période de blocage, de sommes précédemment placées en comptes courants bloqués). Ces sommes qui, en 1974, avaient augmenté de 11 p. 100 par rapport à 1973 (contre 28 p. 100 l'année précédente) n'ont, en 1975, progressé que de 3 p. 100. Il en est de même de l'abondement de l'entreprise ; seules les sommes versées à titre d'intérêt de retard sont en augmentation du fait de leur caractère obligatoire depuis le décret du 17 mai 1974 : elles ont représenté 30 millions de francs sur 80 millions de francs en 1975, contre 9 millions de francs sur 56 millions de francs en 1974.

Pour 1976 la totalité des sommes versées dans les fonds communs de placement, tant au titre des plans d'épargne que des réserves de participation dégagées en 1975, ou les années précédentes lorsqu'elles ont été versées avec retard, seraient supérieures de 3 p. 100 à celles versées en 1975 (1361 millions contre 1321 millions). Les sommes entrées dans les fonds communs de placement depuis l'origine s'élèveraient donc à environ 7,8 milliards.

Les remboursements ont atteint, en 1976, environ 976 millions, soit 25 p. 100 de plus qu'en 1975, montant qui représente près de 72 p. 100 des versements de l'année (contre 59 p. 100 en 1975) et 16 p. 100 des actifs gérés au 31 décembre 1975 contre 18 p. 100 pour l'année précédente. Ces remboursements ont concerné non seulement des sommes débloquées en cours d'année à échéance quinquennale ou pour motifs exceptionnels, mais également des sommes devenues disponibles au cours des années précédentes. Il semble en effet qu'un certain nombre de salariés aient attendu d'avoir cumulé un montant plus ou moins important avant de demander le remboursement en vue de l'utilisation des sommes pour un achat déterminé.

Depuis 1969, les remboursements se répartissent (en millions de francs) comme suit :

	1969 à 1971	1972	1973	1974	1975	1976	TOTAL
Retraits	83	103	145	355	780	(*) 976	2 442

(*) Estimation.

Les actifs des fonds communs en activité s'élèvent à 6,5 milliards de francs fin 1976, en augmentation de 5,5 p. 100 par rapport à fin 1975, ce qui représente une légère diminution (— 0,7 p. 100) des valeurs de parts si l'on tient compte d'un apport de capitaux de 385 millions (solde des versements de l'année après déduction des remboursements).

Actifs gérés dans les fonds communs en activité.

	NOMBRE de fonds communs en activité.			ACTIFS GÉRÉS (en millions de francs).		
	Gérés par sociétés de gestion.	Gestion directe par l'entre- prise.	Total.	Sociétés de gestion.	Entre- prises.	Total.
31 décembre 1969..	288	10	298	101	13	114
31 décembre 1970..	1 484	26	1 510	849	93	942
31 décembre 1971..	2 026	28	2 054	1 670	146	1 816
31 décembre 1972..	2 372	32	2 404	2 797	282	3 079
31 décembre 1973..	2 632	35	2 667	3 646	409	4 055
31 décembre 1974..	2 917	39	2 956	4 007	432	4 439
31 décembre 1975..	3 094	41	3 135	5 525	610	6 135
31 décembre 1976..	3 100	42	3 142	(*) 5 892	(*) 582 (1)	(*) 6 474

(*) Estimation.

(1) Diminution due au fait qu'une entreprise a confié à une société de gestion le fonds commun de ses salariés qu'elle gérait précédemment.

La décomposition de ces actifs, qui est donnée dans le tableau ci-après, montre une évolution continue depuis 1971 : la part des actions de sicav poursuit son mouvement décroissant constaté depuis 8 ans : (27,1 p. 100 contre 28 p. 100 fin 1975) au bénéfice des liquidités. Les valeurs diverses et celles de l'entreprise sont à peu près stationnaires, avec une prédominance d'actions (2 156 millions de francs contre 2 549 millions de francs) bien que les investissements en obligations soient plus importants qu'en 1975 (1 759 millions de francs contre 1 232 millions de francs).

Décomposition des actifs.

	1971		1972		1973		1974		1975		1976 (*)	
	M. F.	Pourcentage.	M. F.	Pourcentage.	M. F.	Pourcentage.	M. F.	Pourcentage.	M. F.	Pourcentage.	M. F.	Pourcentage.
Actions de S. I. C. A. V.....	913	50,2	1 445	46,9	1 631	40,2	1 351	30,5	1 715	28,0	1 755	27,1
Actions et obligations de l'entreprise..	159	8,8	303	9,9	461	11,3	458	10,3	724	11,8	725	11,2
Autres valeurs.....	609	33,5	1 079	35	1 463	36,1	1 416	31,9	3 057	49,8	3 190	49,3
Portefeuille	1 681	92,5	2 827	91,8	3 555	87,6	3 225	72,7	5 496	89,6	5 670	87,6
Liquidités et soldes divers.....	135	7,5	252	8,2	500	12,4	1 214	27,3	639	10,4	804	12,4
Actifs nets.....	1 816	100	3 079	100	4 055	100	4 439	100	6 135	100	6 474	100

(*) Estimation.

ANNEXE XVIII

**STATISTIQUES DES CORRESPONDANCES
REÇUES PAR LA COMMISSION**

	1975	1976
Suggestions concernant :		
Sociétés	22	10
Bourse	3	6
Divers	5	1
Demandes de renseignements provenant de :		
Sociétés	64	104
Particuliers	159	200
Commissaires aux comptes.....	14	20
Divers professionnels.....	193	200
Plaintes concernant :		
Sociétés civiles immobilières.....	40	15
Sociétés commerciales.....	301	287
Agents de change.....	48	24
Banques	47	42
Divers	45	19
	941	928

ANNEXE XIX

LE CENTRE DE DOCUMENTATION ET D'INFORMATION DU PUBLIC (1)

En ouvrant au public son centre de documentation, la Commission poursuivait deux objectifs principaux : mettre à la disposition des actionnaires, existants ou potentiels, les documents qu'elle-même recueille sur les sociétés soumises à son contrôle, c'est-à-dire essentiellement les sociétés cotées (2) et donner à tous les épargnants la possibilité de bien connaître ses buts et activités. Elle a donc permis au public d'accéder sur place aux diverses publications qu'elle édite (Rapport annuel, Bulletin mensuel, recommandations et instructions, études) et aux dossiers constitués sur les domaines de sa compétence.

En outre, pour permettre une meilleure compréhension de ces informations, le centre s'est attaché à accroître sa documentation sur le contexte financier, économique et juridique dans lequel évoluent les sociétés et intervient la C. O. B. Il a ainsi créé, à partir d'articles émanant de la presse spécialisée et d'études effectuées par divers organismes, de nombreux dossiers sur les secteurs d'activité économique qui permettent de comparer une société à ses concurrentes et de la situer dans son secteur propre ; d'autres dossiers concernent les différents aspects de la vie des entreprises ainsi que la conjoncture économique et l'environnement international.

Chaque année, la bibliothèque s'enrichit également des ouvrages de base ayant paru récemment sur ces sujets et des thèses universitaires préparées avec l'aide de documents consultés au centre. Elle réunit plus de 1 000 titres.

Cette volonté d'élargir le champ documentaire couvert et d'étoffer les quelque 200 dossiers de « sujets » déjà constitués répond à la demande d'un public toujours plus nombreux, dont les préoccupations sont variées, et pour qui recourir au centre de documentation de la C.O.B., au moment d'entreprendre une étude ou lorsqu'une question est restée sans réponse, est devenu une habitude.

(1) 39-43, quai André-Citroën, ouvert tous les jours, du lundi au vendredi, de 13 heures à 18 heures.

(2) 2 000 dossiers de sociétés peuvent être consultés au centre ; ils contiennent en règle générale les statuts de la société, des fiches d'analyse financière, les notes d'information publiées lors d'un appel public à l'épargne, les rapports annuels sur cinq ans et une revue de presse.

Ce public n'a effectivement, comme le soulignent les rapports annuels successifs de la Commission, cessé de croître, particulièrement en 1975 après les efforts entrepris par la C. O. B. pour mieux faire connaître aux professionnels, aux universitaires et aux membres des clubs d'investissement les possibilités offertes par son centre de documentation. L'année 1976 a enregistré la confirmation de cette tendance puisque le centre a accueilli 1 850 personnes, soit presque 30 p. 100 de plus qu'en 1975.

Les caractéristiques de ces visiteurs sont dans l'ensemble identiques à celles de l'an dernier ; leur âge moyen est très jeune puisque 90 p. 100 d'entre eux ont moins de 35 ans, ce qui s'explique en partie par la forte proportion d'étudiants (75 p. 100). En dehors des étudiants, le centre est fréquenté par des « professionnels » : membres de cabinets d'expertise comptable ou juridique, cadres appartenant aux directions financières des entreprises, cadres bancaires et enseignants.

L'enquête effectuée auprès des visiteurs venant pour la première fois au centre de documentation établit que 20 p. 100 d'entre eux sont porteurs de valeurs mobilières, confirmant, en cela également, les résultats de 1975 ; ce pourcentage est relativement élevé compte tenu de la moyenne d'âge générale et du nombre important d'étudiants ; il devient, en effet, supérieur à 50 p. 100 si l'on exclut ces derniers, parmi lesquels, cependant, 10 p. 100 possèdent des titres boursiers. Dans la majorité des cas, ces porteurs détiennent à la fois des actions et des obligations.

Bien entendu, il n'est pas possible de déterminer avec précision combien de visiteurs viennent au centre pour préparer une décision d'investissement. Leur nombre est en tout cas limité ; la Commission le regrette. En 1976, elle a cependant tenté, en particulier lors d'émissions radiodiffusées, d'atteindre, au-delà des professionnels et des universitaires, le grand public des épargnants.

En effet, dans la mesure où se trouvent rassemblés dans un même lieu non seulement les documents sociaux des entreprises faisant appel public à l'épargne, mais aussi l'ensemble de la documentation économique, juridique, boursière et financière, il semble que le centre de documentation constitue pour les épargnants individuels en quête d'information une structure d'accueil répondant correctement à leur attente.

La Commission rappelle à cet égard que l'objectif majeur du centre est de faciliter l'accès des actionnaires à l'ensemble des informations les concernant. Ceux-ci doivent savoir que la vocation du centre est dans le droit fil de la mission de la Commission et ne pas hésiter à y recourir.

ANNEXE XX

**LISTE DES PUBLICATIONS DE LA COMMISSION
DES OPERATIONS DE BOURSE EN 1976**

**Publications disponibles à la C. O. B., sur demande écrite
ou téléphonée.**

Notes statistiques trimestrielles sur les S.I.C.A.V. ;

L'activité des S.I.C.A.V. en 1975 (60 F) ;

Bilans et comptes de pertes et profits des S.I.C.A.V. aux
31 décembre 1974 et 1975 et aux 31 mars 1975 et 1976.

Les plans d'épargne en valeurs mobilières diffusés par voie
de démarchage. Etude comparative des conditions générales de
fonctionnement. Situation au 31 décembre (troisième mise à
jour) ;

Les plans d'épargne en valeurs mobilières : statistiques
concernant l'année 1975 ;

Note sur la participation des salariés aux fruits de l'expansion
des entreprises et sur les plans d'épargne d'entreprise. Statis-
tiques au 31 décembre 1974 et estimations aux 30 juin et 31 dé-
cembre 1975 concernant les fonds communs de placement ;

Compte rendu de la réunion des responsables de l'information
des sociétés cotées, le 10 décembre 1975, sur le thème du « bilan
social » de l'entreprise.

**Publications à consulter sur place
au Centre de Documentation.**

Opérations financières et droits des actionnaires. Rapport
de la session de juin 1975 organisée par l'Institut d'Etudes poli-
tiques avec le concours de la C. O. B.

Compte rendu de l'enquête réalisée par la C.O.B. en 1975
sur les clubs d'investissement.

Publication disponible à la Documentation Française.

Les facteurs de variation des cours de bourse. Compte rendu
du premier colloque C.O.B.-Université-Entreprises (30 F).

BULLETIN MENSUEL DE LA COMMISSION
DES OPERATIONS DE BOURSE

ANNÉE 1976

TABLE DES MATIÈRES

ORGANISATION DE LA COMMISSION

	Pages.
N° 83 - Juin. — Nomination de M. Pierre BEZARD à la C. O. B.	3
N° 87 - Novembre — Organisation du Service de l'Information.	3
N° 88 - Décembre — Composition du Collège de la Commission	3

INFORMATION DES SOCIÉTÉS

Assemblées générales

N° 78 - Janvier — Information sur les tantièmes.....	4
N° 79 - Février — Calendrier prévisionnel pour 1976 des assemblées générales des sociétés les plus importantes	11
N° 80 - Mars — Rappel de quelques recommandations de la Commission à l'occasion des assemblées générales annuelles (contenu et diffusion des informations)	3
N° 84 - Juillet-Août — La concentration des assemblées générales ordinaires en 1976 reste très marquée en dépit d'une légère amélioration	4
N° 87 - Novembre — Dates prévues pour les assemblées générales de 1977 des plus importantes sociétés	5

Publications périodiques obligatoires

N° 79 - Février — Publication au B. A. L. O. des bilans et comptes annexes avant les assemblées générales	10
— Retards dans les publications périodiques obligatoires	14

	Pages.
N° 80 - Mars	— Présentation des chiffres d'affaires comparés dans les publications périodiques obligatoires 4
	— Statistiques relatives à l'information périodique obligatoire 5
N° 81 Avril	— Statistiques relatives à l'information périodique obligatoire 7
N° 82 - Mai	— Retards dans les publications périodiques obligatoires 6
	— Statistiques relatives à l'information périodique obligatoire 7
N° 83 - Juin	— Statistiques relatives à l'information périodique obligatoire 4
N° 84 - Juillet-Août	— Progrès dans la publication anticipée des comptes annuels 5
N° 85 - Septembre	— Statistiques relatives à l'information périodique obligatoire 5
N° 87 - Novembre	— Statistiques relatives à l'information périodique obligatoire 6
	— Retards dans les publications périodiques obligatoires 7
 Notes d'information	
N° 80 - Mars	— Visa de la C. O. B. et publicité financière 3
N° 83 - Juin	— Statistiques des visas et dispenses de notes d'information pour le premier semestre 1976 4
N° 88 - Décembre	— Statistiques des visas et dispenses de notes d'information pour le deuxième semestre 1976 14
 Information des actionnaires.	
N° 78 - Janvier	— Egalité des actionnaires : rappel d'une règle essentielle 3
N° 79 - Février	— Statistiques de publication des comptes consolidés 10
N° 88 - Décembre	— Le bilan social dans les rapports de sociétés cotées pour 1975 7
 Responsables de l'information	
N° 87 - Novembre	— La fonction d'information dans l'entreprise 4
 Presse	
N° 88 - Décembre	— Communication à la C. O. B. des tarifs de publicité financière pratiqués par la presse 3

**QUESTIONS COMPTABLES
ET COMMISSAIRES AUX COMPTES**

N° 79 - Février	— Information sur les variations de la situation nette et leur effet sur le résultat des sociétés	3
	— Normalisation internationale des principes comptables	9
N° 82 - Mai	— Le rapport spécial des commissaires aux comptes doit-il porter sur la rémunération des administrateurs salariés ?	4
	— La Commission des opérations de bourse et l'harmonisation des comptes à l'échelon national et international	5
N° 86 - Octobre	— Interventions de la Commission à l'occasion du renouvellement des commissaires aux comptes	5
	— Information sur les variations de situation nette (commentaires sur les initiatives des sociétés)	6
N° 87 - Novembre	— Décision concernant le cabinet de revision comptable Price Waterhouse	7
N° 88 - Décembre	— Organisation de la profession et statut professionnel des commissaires aux comptes de société	4
	— Publication au B. A. L. O. de leurs comptes annuels par les sociétés non admises à la cote officielle	6

ACTIVITES BOURSIERES

Admissions et radiations de la cote officielle

N° 80 - Mars	— Les admissions à la cote officielle de titres nouveaux assimilables à des titres de sociétés déjà cotées	5
N° 83 - Juin	— Les admissions à la cote officielle de titres nouveaux assimilables à des titres de sociétés déjà cotées	6
N° 84 - Juillet-Août	— Admission à la cote officielle d'emprunts obligataires : modification de la procédure	3
	— Radiation d'obligations de la cote officielle	4
N° 85 - Septembre	— Les admissions à la cote officielle de titres nouveaux assimilables à des titres de sociétés déjà cotées	5
N° 88 - Décembre	— Les admissions à la cote officielle de titres nouveaux assimilables à des titres de sociétés déjà cotées	12

Réglementation du fonctionnement de la Bourse

N° 78 - Janvier	— Recommandation relative aux offres publiques	3
-----------------	--	---

Bourses de province

N° 81 - Avril	— Constitution d'un groupe de travail sur le développement des bourses de province	4
---------------	--	---

Surveillance du marché

N° 85 - Septembre	— Décision d'enquête sur le marché des actions de la Société française des pétroles B P	3
-------------------	---	---

ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF ET DEMARCHAGE

Actionnariat, intéressement

N° 78 - Janvier	— Fonds communs de placement créés dans le cadre des ordonnances de 1967 sur la participation des salariés aux fruits de l'expansion des entreprises et sur les plans d'épargne d'entreprises (situation au 30 juin 1975)	4
N° 83 - Juin	— Participation des salariés aux fruits de l'expansion des entreprises et plans d'épargne d'entreprises (statistiques au 31 décembre 1975 et estimations au 30 juin et 31 décembre 1975 concernant les fonds communs de placement)	8
N° 87 - Novembre	— Fonds communs de placement créés dans le cadre des ordonnances de 1967 sur la participation des salariés aux fruits de l'expansion des entreprises et sur les plans d'épargne d'entreprises (situation au 30 juin 1976)	8
N° 88 - Décembre	— Fonds communs de placement créés dans le cadre des ordonnances de 1967 : rappel de la politique à suivre par les gestionnaires de ces fonds communs en matière d'investissements étrangers ou en actions de sociétés d'investissement dont le portefeuille est constitué de plus de 50 p. 100 de valeurs étrangères	9
	— Nouveau cas de déblocage à l'occasion de l'accession des salariés à la propriété des locaux d'habitation destinés à leur usage personnel	10

Sociétés d'investissement à capital variable

N° 79 - Février	— Activité des S. I. C. A. V. pendant le quatrième trimestre 1975	15
N° 81 - Avril	— Etude sur l'activité des S. I. C. A. V. en 1975	5
N° 82 - Mai	— Etude sur l'activité des S. I. C. A. V. pendant le premier trimestre 1976	8
N° 84 - Juillet-Août	— Activité des S. I. C. A. V. pendant le deuxième trimestre 1976	6
N° 85 - Septembre	— Bilans, comptes de pertes et profits et dividendes des S. I. C. A. V. dont les exercices se terminent aux 31 décembre 1974 et 1975 et aux 31 mars 1975 et 1976	8
N° 87 - Novembre	— Activité des S. I. C. A. V. pendant le troisième trimestre 1976	9

Sociétés civiles de placements immobiliers

N° 78 - Janvier	— Situation des sociétés civiles de placements immobiliers au 31 décembre 1975	7
N° 84 - Juillet-Août	— Les sociétés civiles de placements immobiliers (situation au 30 juin 1976 et tableau comparatif des rémunérations forfaitaires des sociétés gérantes)	7
N° 88 - Décembre	— Décision de la C. O. B. concernant la société « Pierre et Cristal »	3

Démarchage financier

N° 79 - Février	— Plans d'épargne en valeurs mobilières.	14
N° 84 - Juillet-Août	— Les plans d'épargne en valeurs mobilières (statistiques concernant l'année 1975)	10
N° 85 - Septembre	— Interstate Investment : précisions de la C. O. B.	3

QUESTIONS JURIDIQUES

N° 81 - Avril	— La limitation de l'accès des actionnaires aux assemblées générales ordinaires....	3
N° 83 - Juin	— Décision judiciaire concernant des actes de démarchage illicite	3
	— Statistiques des suggestions, demandes de renseignements, plaintes reçues au cours du premier semestre 1976.....	6
N° 84 - Juillet-Août	— Condamnation pour exploitation d'informations privilégiées sur le marché boursier	3

	Pages.
N° 85 - Septembre	— Rappel : la C. O. B. n'a pas pour attribution de surveiller les placements en biens matériels 3
N° 86 - Octobre	— Condamnations pour usage illicite d'informations privilégiées sur le marché boursier 3 — Position de la C. O. B. sur la distribution de tantièmes par les sociétés en commandite par actions 4
N° 88 - Décembre	— Statistiques des suggestions, demandes de renseignements, plaintes reçues au cours du deuxième semestre 1976..... 13

COMMUNIQUES

N° 79 - Février	— Communiqué de la C. O. B. concernant la société Lip 18
N° 82 - Mai	— Communiqué de la C. O. B. sur les résultats de l'enquête sur la société Voyer.. 3

ETUDES

N° 79 - Février	— Les émissions de valeurs mobilières et le financement des investissements.... 16
N° 80 - Mars	— Etude sur les clubs d'investissement... 8 — Les opérations de rapprochement des sociétés cotées en 1975..... 7
N° 81 - Avril	— La Securities and Exchange Commission et les sociétés d'investissement non américaines 7
N° 82 - Mai	— Les émissions de valeurs mobilières du 1 ^{er} janvier au 30 avril 1976 : stagnation au niveau de l'an dernier 9
N° 85 - Septembre	— Le marché financier en 1976 : net recul des émissions 7
N° 88 - Décembre	— Nouvelle enquête de la C. O. B. auprès des clubs d'investissement 11

DIVERS

N° 78 - Janvier	— Centre de documentation et d'information du public de la commission : progression de 75 p. 100 du nombre des visiteurs 11
N° 80 - Mars	— Compte rendu de la conférence du professeur Cary, ancien président de la S. E. C., sur l'information des actionnaires aux U. S. A. 12
N° 85 - Septembre	— « L'entreprise et l'actionariat des salariés », troisième séminaire de formation C. O. B./Institut d'études politiques 8

LISTE DES DOCUMENTS MIS A LA DISPOSITION DU PUBLIC

- N° 79 - Février — Activité des S. I. C. A. V. pendant le quatrième trimestre 1975.
— Plan d'épargne en valeurs mobilières.
- N° 80 - Mars — Les facteurs de variation des cours de bourse (collection C. O. B./Documentation française).
- N° 81 - Avril — Rapport annuel au Président de la République.
— Rapport complet de la session de juin 1975 de l'Institut d'études politiques sur le sujet : « Opérations financières et droits des actionnaires ».
— Etude sur l'activité des S. I. C. A. V. en 1975.
- N° 82 - Mai — Etude sur l'activité des S. I. C. A. V. pendant le premier trimestre 1976.
- N° 83 - Juin — Participation des salariés aux fruits de l'expansion des entreprises et plans d'épargne d'entreprises (statistiques au 31 décembre 1975 et estimations aux 30 juin et 31 décembre 1975 concernant les fonds communs de placement).
- N° 84 - Juillet-Août — Activité des S. I. C. A. V. pendant le deuxième trimestre 1976.
— Les plans d'épargne en valeurs mobilières (statistiques concernant l'année 1975).
- N° 85 - Septembre — Bilans, comptes de pertes et profits et dividendes des S. I. C. A. V. dont les exercices se terminent aux 31 décembre 1974 et 1975 et aux 31 mars 1975 et 1976.
- N° 87 - Novembre — Activité des S. I. C. A. V. pendant le troisième trimestre 1976.

NOTE : chaque mois, le Bulletin mensuel publie les principales statistiques relatives à l'activité de la Bourse de Paris.

Pour tout renseignement concernant le Bulletin mensuel de la C. O. B., s'adresser au service des abonnements (tél. : 578-43-97).

RESUME DU RAPPORT

LES SOCIÉTÉS ET LES PORTEURS DE VALEURS MOBILIÈRES

La Commission souhaite que le « projet de loi tendant à améliorer le fonctionnement des sociétés commerciales, à protéger les actionnaires et à défendre l'épargne » déposé devant l'Assemblée nationale en juillet 1976, soit discuté par le Parlement en 1977, car il reprend un certain nombre de réformes qu'elle a suggérées, notamment dans le domaine de l'information.

En janvier 1977, la C. O. B. a fait diverses recommandations tendant à améliorer la connaissance de l'actionnariat des sociétés cotées, soit par le rapport du Conseil d'administration à l'assemblée générale annuelle, soit même par un communiqué dès qu'un changement substantiel dans la répartition de son capital vient à être connu d'une société.

La présentation et le contenu des plaquettes annuelles continuent à s'améliorer et plusieurs sociétés ont pris l'initiative d'y joindre un exposé de la situation sociale de l'entreprise sans attendre l'intervention d'une législation sur « le bilan social ». On peut aussi noter avec intérêt les efforts réalisés pour mieux répartir les dates d'assemblées générales ou pour nouer un dialogue entre dirigeants et actionnaires, principalement à l'occasion de ces assemblées. Il serait en revanche souhaitable que les sociétés placées à la tête d'un groupe n'attendent pas, pour assurer une information suffisante à leurs actionnaires, que la publication de comptes consolidés devienne légalement obligatoire.

Si le contenu des notes d'information soumises au visa de la C. O. B. à l'occasion des opérations financières n'a pas fait l'objet de nouvelles mesures, eu égard à l'intervention prochaine d'une directive de la Communauté européenne en matière de « prospectus », l'attention de la C. O. B. s'est portée sur les modalités de diffusion de ces notes, en particulier sur la mention du visa que les placards publicitaires doivent obligatoirement comporter.

Les opérations d'apport et de fusion réalisées en 1976 ont parfois soulevé des problèmes tenant au calcul de la rémunération des apports, qui ne devrait prendre en compte des éléments prévisionnels qu'avec la plus grande prudence, et devrait faire intervenir aussi bien les valeurs de rendement que la valeur intrinsèque des actifs apportés. En tout cas, le public doit savoir que les parités d'échange annoncées en même temps qu'un projet d'apport ne sont définitives qu'après décision de l'assemblée générale de l'absorbante.

Non seulement les actionnaires mais aussi les commissaires aux comptes et la C. O. B. ont souvent des difficultés à obtenir des informations sur la situation des sociétés quand elles sont soumises aux procédures de suspension provisoire des poursuites et de règlement judiciaire ; une modification de la législation est en préparation sur ce point.

Les clauses statutaires limitant l'accès aux assemblées générales ordinaires ne font pas obstacle à l'application des dispositions légales relatives aux informations que tout actionnaire a le droit de recevoir.

Lorsque les projets de résolution soumis à l'assemblée sont modifiés après que des actionnaires aient adressé des procurations, ceux-ci doivent être mis à même de modifier le sens de leur vote.

En raison de la gravité des irrégularités constatées dans la gestion de la société Voyer, la C.O.B. a saisi le Parquet qui a inculpé un des anciens dirigeants de cette société.

Le rapport analyse la portée de plusieurs textes récents tendant à limiter les rémunérations des dirigeants.

Plusieurs affaires concernant des groupes de sociétés ont démontré à nouveau l'inadaptation des dispositions de la loi sur les sociétés relatives aux « conventions particulières » (articles 101 et 102), dispositions qui n'assurent pas de façon adéquate la protection des actionnaires minoritaires.

Les opérations de restructuration continuent à donner lieu à d'assez nombreuses plaintes, portant notamment sur les calculs de parités. La C.O.B. est intervenue pour appuyer ceux des commissaires aux comptes qui jugeaient insuffisante la rémunération proposée par la société Pernod-Ricard aux actionnaires des sociétés C.D.C. et Cusenier absorbées.

La procédure légale de fusion par absorption devrait être complétée, notamment par l'obligation de communiquer le rapport du commissaire aux apports aux actionnaires de la société absorbée ; d'autres voies de recherche pourraient être explorées à l'occasion de l'élaboration du projet de directive européenne sur les fusions.

Les offres publiques portant sur une quantité limitée de titres sont des opérations qui ne sont pas contestables dans leur principe. Mais la société qui a pris le contrôle d'une autre par cette voie assume une responsabilité particulière à l'égard des actionnaires dont elle a limité la faculté de retrait.

De nombreux travaux de normalisation comptable ont été menés en 1976 ; les plus importants sont ceux de préparation de la directive européenne pour l'harmonisation des comptes des sociétés, qui soulignent le caractère primordial, déjà inscrit dans le droit français, de la sincérité et de la constance des

méthodes, par rapport à la seule régularité formelle. Importants également sont les travaux de normalisation des comptes consolidés menés tant par le Conseil national de la comptabilité, par les communautés européennes, que par l'International Accounting Standards Committee.

La C.O.B. a recommandé en février 1976 la publication par les sociétés d'un tableau explicitant les éléments de la variation de leur situation nette à l'intention des utilisateurs des comptes annuels. L'expérience, suivie par soixante-deux sociétés en 1976, a été positive.

Le rapport analyse les études menées en France et à l'étranger pour définir les principes et les méthodes d'une « réévaluation des bilans », ainsi que les dispositions de portée limitée, prévues sur ce point dans la loi de finances pour 1977.

L'évaluation des apports en nature effectués lors de fusions ou d'apports partiels est grandement facilitée si ce travail est nettement distingué de la recherche de la parité à retenir pour les échanges de titres. Les études menées à ce sujet par la C.O.B. donneront lieu à des recommandations en 1977.

La C.O.B. a accru ses contrôles sur les diligences accomplies par les commissaires aux comptes et est intervenue pour que vingt-sept mandats de commissaires ne soient pas renouvelés. Dans un cas, elle a saisi le Parquet aux fins d'exercice de l'action disciplinaire. Le décret du 7 décembre 1976, réformant les dispositions relatives aux commissaires aux comptes, a renforcé les conditions d'inscription sur la liste professionnelle, les incompatibilités et les obligations des commissaires. Il donne à la C.O.B. le pouvoir de faire officiellement des réserves sur les candidatures de commissaires, qui doivent lui être obligatoirement soumises. Le Parlement est par ailleurs saisi d'un projet de loi modifiant certaines conditions d'exercice de la profession. L'efficacité du contrôle exercé par les commissaires est une garantie essentielle pour l'épargne publique sollicitée par les sociétés cotées.

La C.O.B. est intervenue auprès de plusieurs sociétés, et notamment de la Compagnie des Forges de Châtillon-Commentry-Biache, pour que soient respectées les dispositions légales prévoyant que tout changement de méthode dans la présentation des comptes doit faire l'objet de justifications tendant à établir sa conformité à l'exigence de sincérité des comptes.

LE MARCHÉ DES VALEURS MOBILIERES ET LA PROTECTION DES EPARGNANTS

La Chambre syndicale des agents de change a décidé de mettre à l'étude une importante réforme des mécanismes de négociation et des techniques de cotation, tendant à la création d'un marché unique, ouvert et continu, dont la C.O.B. approuve les orientations.

L'urgence de revoir les tarifs de courtage s'est accentuée.

Les travaux du groupe chargé par la C. O. B. de rechercher les mesures propres à alléger le travail des intermédiaires financiers, achevés en 1975, ont été repris par plusieurs projets de textes dont aucun n'a encore été adopté. La C. O. B. a accepté que soit expérimentée une nouvelle procédure d'introduction en bourse par préplacement des titres dont une partie était déjà diffusée dans le public. Elle s'est aussi préoccupée de raccourcir le délai séparant l'émission et la cotation des emprunts obligataires ou encore la clôture d'une offre publique et la cotation des titres nouvellement émis par l'ofrant.

**

Les admissions de valeurs nouvelles ont été en 1976 à peu près du même ordre qu'en 1975 : elles ont concerné onze sociétés pour les valeurs à revenu variable et dix-sept émetteurs pour les valeurs à revenu fixe. Par contre, deux admissions de valeurs étrangères ont été décidées contre trois en 1975. Comme en 1975, on constate une diminution des admissions de titres de sociétés figurant déjà à la cote officielle, surtout pour les valeurs à revenu variable (cent soixante-dix-neuf décisions contre cent quatre-vingt-quatorze en 1975).

La C. O. B. a décidé le transfert de cotation de deux sociétés françaises et la radiation des titres de six sociétés et de vingt-six emprunts.

La C. O. B. a constitué un groupe de travail qui a examiné la situation des six bourses régionales ; le groupe a constaté que ces bourses peuvent constituer un facteur de croissance pour des entreprises qui n'ont pas encore atteint une taille nationale et de développement pour l'épargne régionale ; il a proposé diverses mesures de nature à améliorer leur fonctionnement. La C. O. B. étudiera les propositions faites par le groupe pour favoriser l'expansion de ces bourses.

Le déclin des réseaux spécialisés de démarchage financier semble s'être stabilisé en 1976, mais leur activité tend à orienter l'épargne plus vers des domaines échappant à toute réglementation (diamants, conteneurs, etc.) que vers les plans d'épargne en valeurs mobilières. Ceux-ci sont également concurrencés par des produits très similaires, les contrats d'assurance sur la vie à capital variable, qui bénéficient d'avantages fiscaux appréciables et sont souvent présentés de façon trop favorable.

La C. O. B. est intervenue pour mettre en garde le public contre certains démarchages effectués par voie de correspondances venant de l'étranger ou contre certaines sollicitations de gestion de portefeuille faites par des personnes non autorisées.

En ce qui concerne les Sicav, l'année 1976 se caractérise par une hausse moyenne de 9 p. 100 des valeurs liquidatives des actions, une augmentation assez sensible des demandes de rachat impliquant une diminution des souscriptions nettes (— 27 p. 100), et par l'ouverture de deux nouvelles sociétés. La C. O. B.

souhaite vivement que le projet de réforme des Sicav puisse être adopté en 1977. Elle a précisé sa position sur les limites d'investissement imposées aux Sicav et sur leurs dépassements éventuels.

La C. O. B. a visé les documents d'information présentés par sept nouvelles sociétés civiles de placements immobiliers, ce qui porte à trente-neuf le nombre de ces sociétés ayant reçu un visa. Celles-ci ont collecté six cent soixante-dix millions de francs (contre quatre cent cinquante en 1975) et les offres de cessions de parts déjà émises ont pu trouver une contrepartie. Les hausses des prix d'acquisition des parts n'ont guère affecté les taux de rendement de celles-ci, qui se situent entre 7 et 9 p. 100. On constate que les investissements réalisés par ces sociétés ont porté pour les trois quarts sur des immeubles à usage de bureau situés dans la région parisienne. Le rapport examine la situation actuelle de quatre S. C. P. I. qui n'ont pas obtenu de visa de la C. O. B.

L'actionnariat direct des salariés reste dans l'ensemble très peu utilisé, qu'il s'agisse de la participation aux fruits de l'expansion des entreprises, des plans d'option sur actions ou de l'actionnariat dans le secteur public ou privé. Des assouplissements devraient être apportés à plusieurs dispositions trop rigides ou trop complexes, qui font obstacle à l'extension ou à l'application des formules légales d'actionnariat. Quant aux fonds communs de placement, leur nombre est resté sensiblement constant et leurs actifs n'ont augmenté que de 5,5 p. 100 par rapport à 1975, ce qui est dû en grande partie à la stabilité des sommes investies dans ces fonds et à l'augmentation des remboursements (+ 25 p. 100). Le rapport analyse les limites dans lesquelles les fonds peuvent investir en société d'investissement dont le portefeuille est constitué à plus de 50 p. 100 de valeurs étrangères.

Six cent neuf dossiers examinés par la C. O. B. dans le cadre de la surveillance du marché ont donné lieu à cent cinquante-quatre recherches approfondies, qui, dans vingt-deux cas, ont conduit la C. O. B. à intervenir auprès des sociétés pour que soient publiées des informations indispensables et l'ont amenée à décider trente et une enquêtes entraînant un dépouillement de toutes les transactions. Elles ont fait apparaître les activités anormales de certains journalistes, l'inadaptation de certains mécanismes boursiers, les particularités du marché des rompus et certaines lacunes dans la transmission de l'information sur les remboursements anticipés d'obligations; dans dix cas, elles ont eu pour objet de rechercher si des « initiés » n'avaient pas profité d'informations privilégiées. L'absence d'accords permettant une coopération internationale est souvent un obstacle à cette recherche. Un dossier d'« initié » a été transmis au parquet. Le rapport analyse les six décisions judiciaires rendues en 1976 en matière de « délit d'initié ».

Les quinze offres publiques d'achat ou d'échange de titres présentées en 1976 selon la procédure normale ont eu une suite positive et on peut noter un certain développement de la procédure des offres publiques simplifiées. La procédure de maintien des cours lors de la cession d'un bloc de contrôle a été appliquée vingt-neuf fois en 1976 (trente et une en 1975), dont treize fois pour des valeurs inscrites à la cote officielle, notamment dans des cas où la transaction avait porté sur moins de 50 p. 100 du capital mais où la participation déjà détenue par le propriétaire ou les conditions de répartition des titres dans le public ont permis de conclure à l'application de la réglementation du maintien de cours. La C. O. B. rappelle que cette procédure ne constitue pour les actionnaires qu'une simple faculté de vendre leurs titres.

Les porteurs de titres qui les remettent aux guichets d'un établissement pour les vendre en Bourse devraient être avertis du risque financier qu'ils encourent si les titres se révèlent ultérieurement de mauvaise livraison. Les autorités administratives et judiciaires ont été saisies de plusieurs cas de violation de la législation sur le démarchage financier, notamment par des sociétés étrangères. Certains sont encore à l'instruction, l'un a donné lieu à une condamnation pénale. Le rapport s'achève par des précisions sur la portée de certaines dispositions du règlement général de la Compagnie des agents de change relatives à la gestion de portefeuille.

Le présent rapport a été arrêté et signé le 29 mars 1977 par MM. Jean DONNEDIEU DE VABRES, Président de la Commission des opérations de bourse, Gilbert PORRE, Gaston DEFOSSE, Jean PINEAU, Yves FLORNOY, membres du Collège.

M. DONNEDIEU DE VABRES a eu l'honneur de le remettre à M. le Président de la République, le 18 avril 1977, en application de l'article 4 de l'ordonnance du 28 septembre 1967.

Imprimerie des Journaux officiels, 26, rue Desaix, Paris (15^e).
