

COB



COMMISSION DES OPERATIONS DE BOURSE

28ème RAPPORT

COMMISSION

DES OPERATIONS

DE BOURSE

1995

RAPPORT AU PRESIDENT DE LA REPUBLIQUE



Le Président

Paris, le 29 mars 1996

Monsieur le Président de la République,

C'est dans le cadre d'une économie ouverte sur le monde et de marchés placés dans la compétition internationale que s'inscrit l'action de la COB.

Dans un tel contexte, le succès de nos entreprises suppose que nous soyons en mesure d'attirer toujours plus d'épargne vers une place financière sûre et compétitive et de fidéliser l'engagement des investisseurs français et étrangers.

Cet objectif requiert un effort soutenu et constant de modernisation de la Bourse de Paris qu'il s'agisse de ses acteurs, de ses produits ou de sa technique.

Il suppose, également, que la confiance des opérateurs se nourrisse au respect exigeant des principes déontologiques qui fondent la morale des affaires, la sûreté des opérations, et la transparence d'une information de qualité.

Il implique, enfin, l'adaptation du rôle et des méthodes d'action de l'Etat et des autorités professionnelles qui partagent la responsabilité d'établir et de faire évoluer le cadre dans lequel opèrent les acteurs du marché.

Comme dans toutes les économies libérales développées, le processus traditionnel de réglementation administrative fait progressivement place à l'affirmation du concept de régulation dont la mise en oeuvre incombe aux autorités publiques indépendantes et aux institutions représentatives des professionnels.

Créée en 1967, la Commission des Opérations de Bourse a vu ainsi son rôle évoluer en cadence de l'adaptation de l'économie française à la nouvelle donne de la mondialisation de l'économie.

En 1995, les trois missions fondamentales de la Commission des Opérations de Bourse - veiller à la protection de l'épargne, à la qualité de l'information des investisseurs, et au bon fonctionnement des marchés de valeurs mobilières - se sont exercées dans un environnement caractérisé, notamment, par la situation contrastée des marchés de titres de créances et des marchés d'actions, par les séquelles de la crise immobilière, et par la poursuite de l'adaptation de la Place de Paris.

Bien que son activité d'enquête se soit maintenue à un niveau élevé, la Commission a constaté avec satisfaction la tendance, soulignée en 1994 par mon prédécesseur, à l'amélioration des comportements des différents acteurs, qui se traduit, dans l'ensemble, par une moindre gravité des manquements relevés.

S'il est vrai que cette observation coïncide avec un nombre et un volume d'opérations financières dont on doit relever la diminution, il faut sans doute l'imputer également aux effets positifs d'une action persévérante qui, par une judicieuse combinaison de la prévention, de la sanction et de l'adaptation des règles aux évolutions du marché, a progressivement permis à la régulation de produire ses effets bénéfiques.

Il faut aussi souligner la volonté constante de la Commission d'agir en étroite concertation avec les partenaires concernés : autorités de l'Etat, régulateurs bancaires, autorités professionnelles, entreprises de marché, organisations professionnelles, associations de protection de l'épargne, presse spécialisée.

En premier lieu, la Commission s'est attachée à prendre en compte les conséquences de l'internationalisation des marchés sur les deux plans du renforcement de la compétitivité de notre Place Financière, et de la coopération avec les régulateurs des autres pays.

La modernisation de nos marchés est d'abord l'affaire des acteurs eux-mêmes. Brillamment conduite depuis plusieurs années, elle s'est poursuivie activement en 1995. Elle suppose des adaptations réglementaires protectrices des épargnants, à la mise au point desquelles la Commission a contribué en introduisant, progressivement, certaine différenciation des solutions retenues, pour tenir compte du professionnalisme des investisseurs "avertis". Ainsi, la Commission s'est-elle attachée à rendre complémentaires les objectifs de sécurité et de modernité de la Place.

La COB a, d'autre part, milité activement, dans le cadre de l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs, dont elle a organisé la XXème Conférence à Paris, pour promouvoir la coopération bilatérale et multilatérale entre les régulateurs publics et l'harmonisation des normes et des pratiques. Cette démarche est essentielle si l'on veut que la saine compétition entre les marchés ne s'accompagne pas d'une dérive vers le "moins disant prudentiel et réglementaire" qui pourrait avoir, à terme, les effets les plus néfastes. Elle est essentielle aussi pour l'efficacité même des contrôles des opérations dont la réalisation s'effectue dans l'univers dématérialisé des réseaux mondiaux de transmission et de traitement des données.

L'ouverture de notre économie et de nos marchés implique, en second lieu, une certaine adaptation de nos comportements, de nos méthodes et de nos institutions.

A cet égard, la COB a enregistré avec satisfaction le franchissement d'une étape importante en 1995 dans l'aggiornamento du gouvernement de l'entreprise, auquel elle a, depuis quelques années, consacré d'importants travaux : le rapport du groupe de travail, présidé par le Président Vienot, sur le Conseil d'Administration des Sociétés Cotées trace un programme vertueux dont la Commission suivra avec attention et soutiendra la mise en oeuvre.

Dans un contexte marqué par l'hétérogénéité des normes comptables nationales et internationales et par les incertitudes voire les remises en cause qui affectent la valeur de certains actifs stratégiques (actifs immobiliers, actifs incorporels), la Commission a contribué à maintenir les principes de transparence, de cohérence, de fidélité et de continuité dans l'information comptable donnée par les émetteurs aux investisseurs. La Commission des Opérations de Bourse n'est pas investie d'une mission de normalisation et de régulation comptables. Elle ne peut, cependant, rester indifférente à un problème qui touche à l'essence même de l'information donnée aux marchés. Aussi a-t-elle agi en étroite concertation avec les responsables concernés, même s'il lui a fallu, dans certains cas, exprimer ses propres positions. Des progrès substantiels doivent être accomplis en ce domaine, tant au plan national qu'au plan international, et la Commission appelle de ses voeux la mise en oeuvre rapide de la réforme institutionnelle annoncée par le Ministre de l'Economie et des Finances, qui doit permettre d'ordonner la démarche française en ce domaine stratégique.

Dans le même esprit, la Commission a pris acte de la substitution bienvenue du concept de "métier" au concept de "statut" comme principe d'organisation des professions financières, et s'est attachée à promouvoir, dans sa sphère de compétence, le métier de gestion d'épargne pour compte de tiers. S'appuyant sur l'existence d'une industrie française particulièrement puissante, qu'il s'agisse de la gestion d'OPCVM ou de la gestion sous mandat, elle a milité pour le renforcement fonctionnel et organique de l'indépendance de ce métier, gage de la déontologie des gestionnaires et de la protection des mandants, et souhaite la constitution d'une profession mieux organisée et plus impliquée dans son autorégulation.

Enfin, la COB a participé activement au processus d'adaptation de la directive européenne sur les services en investissement. Ce processus, qui s'est finalement élargi à l'objectif de modernisation des activités financières, impliquait directement la Commission des Opérations de Bourse, dont la dernière réforme ne remonte qu'à 1989. La COB s'est attachée à l'illustration de quelques principes essentiels, tirés de l'expérience et de la comparaison avec les institutions soeurs : la régulation des marchés s'impose partout comme l'indispensable complément du principe de liberté, afin d'assurer le respect d'une éthique commune, de protéger l'épargne, et de maîtriser les risques systémiques ; cette régulation doit être indépendante, afin d'échapper aux conflits d'intérêt et d'opportunité ; mais cette régulation, pour être légitime et efficace, doit être bien ancrée dans l'environnement des institutions, des acteurs et du marché.

A l'heure où je vous adresse ces quelques lignes, le contour définitif de la loi de modernisation n'est pas arrêté. Le projet, pourtant, prend en compte ces impératifs.

L'indépendance, affaire d'abord de caractère, mais aussi résultante du principe de collégialité et du mode de désignation des membres, est inscrite dans les gènes de la COB. Elle a été illustrée par ses collèges successifs depuis 1967. Elle est confirmée et renforcée par la réforme qui consacre son statut d'autorité administrative indépendante.

L'insertion dans l'environnement institutionnel est améliorée par un lien organique avec les assemblées constitutionnelles, par la présence d'un professionnel de la comptabilité et par la relation établie avec le Ministre de l'Economie et des Finances.

Quels que soient les détails de l'architecture finale des autres intervenants et de leurs relations dans le processus de régulation financière et professionnelle, la COB devra enfin maintenir avec tous les acteurs de la Place un dialogue ouvert, loyal et constructif. Il est clair, en effet, que la régulation n'est pas une fin en soi, mais qu'elle sert une ambition collective, le bien commun dont l'appréciation et la réalisation appellent une concertation permanente au sein d'une place réunie.

Je voudrais, en terminant, aborder sans détour un sujet considéré parfois comme difficile, et qui concerne les relations de la Commission avec les personnes, physiques ou morales, qui sont soumises à ses enquêtes et à ses procédures de sanction ou d'injonction.

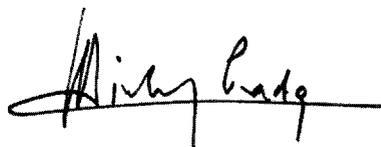
Bien que les procédures aient été à maintes reprises légitimées par les plus hautes juridictions et que le respect des droits de la défense ait été inscrit dans les décrets d'application de ses textes fondateurs, et scrupuleusement observé par le Collège, un débat rémanent se nourrit périodiquement de telle ou telle affaire. La Commission entend s'attacher à ce problème en élaborant une "charte" des droits de la défense, après avoir consulté sur le sujet les principaux partenaires concernés - autorité juridictionnelle d'abord, à laquelle l'article 40 du Code des Procédure Pénale lui fait obligation de communiquer les délits présumés, et qui contrôle ses décisions, avocats et conseils ensuite, avec lesquels elle est en relation permanente -. Cette charte constituera la traduction opérationnelle du dispositif législatif et réglementaire, et du règlement intérieur dont la rénovation sera prochainement engagée et dont la publication sera assurée.

Récemment nommé à la Présidence de la COB, je voudrais m'autoriser de cette situation pour rendre hommage à mes collègues du Collège et à mon prédécesseur. Ce rapport est, pour l'essentiel, celui de leur activité et marque une étape dans l'histoire de la Commission qui, dans quelques semaines, s'inscrira dans le nouveau contexte de la loi de modernisation des activités financières.

Je voudrais également saluer le travail, la compétence et le dévouement des quelque 230 personnes qui font vivre la Commission et apportent au Collège la nourriture de ses travaux et de ses délibérations. Financiers, juristes, magistrats, avocats, fiscalistes, commissaires aux comptes, banquiers, policiers, statisticiens ou informaticiens, ils forment une équipe aussi homogène dans sa qualité que diversifiée dans sa composition, et dont la pluridisciplinarité vient enrichir le principe de collégialité.

Aussi est-ce avec sérénité et détermination que la COB aborde son avenir et accomplira sa mission qui se résume, somme toute, à établir et à préserver la Confiance dans une place financière sûre et compétitive dont elle souhaite promouvoir le rayonnement.

Je vous prie d'agréer, Monsieur le Président, l'expression de ma très haute considération.

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Michel Prada', with a long horizontal stroke extending to the right.

Michel PRADA

AVERTISSEMENT

Le rapport annuel de la Commission des opérations de bourse se compose de trois éléments :

- ▲ une synthèse, présentant l'exercice des activités de la COB et les problèmes abordés au cours de l'année ;
- ▲ un rapport plus détaillé sur les différents sujets traités par les services et examinés par la Commission ;
- ▲ des annexes techniques portant sur le fonctionnement de la Commission, l'activité des marchés et les opérations financières.

SYNTHÈSE

Sommaire

INTRODUCTION : L'ENVIRONNEMENT ÉCONOMIQUE ET POLITIQUE

PREMIÈRE PARTIE : L'ACTIVITÉ DE LA COB

I - L'ÉVOLUTION DE LA RÉGLEMENTATION **P 7**

A - LES AVIS DONNÉS SUR LES PROJETS DE RÈGLEMENT
EMANANT DES AUTORITES PROFESSIONNELLES

B - LES RÈGLEMENTS DE LA COB

II - L'APPLICATION DE LA RÉGLEMENTATION **P 11**

A - LES DÉCISIONS DE SANCTION DE LA COB EN 1995

B - LA JURISPRUDENCE DE LA COUR D'APPEL

C - LA JURISPRUDENCE DE LA COUR DE CASSATION

III - L'ACTION DE LA COB EN MATIÈRE D'INFORMATION **P 16**

A - L'INFORMATION PERMANENTE

B - L'INFORMATION PÉRIODIQUE

C - LES COMPTES

D - L'AMÉLIORATION DE L'INFORMATION COMPTABLE

IV - LA PROTECTION DE L'ÉPARGNE GÉRÉE **P 22**

A - LES OPCVM

B - LES FONDS COMMUNS DE CREANCES (FCC)

C - LES SOCIÉTÉS DE GESTION DE PORTEFEUILLE (SGP)

D - LES SOCIÉTÉS CIVILES DE PLACEMENT IMMOBILIER (SCPI)

V - LA SURVEILLANCE P 27

A - LA RECHERCHE DES INFRACTIONS

B - LE CONTRÔLE DES ACTIVITES DE GESTION
DE PORTEFEUILLE ET DE DÉMARCHAGE

C - LE CONTRÔLE DES SCPI

D - LE CONTRÔLE DES OPCVM

E - LA SURVEILLANCE DES OPÉRATIONS DE PRIVATISATIONS

VI - LA COOPÉRATION INTERNATIONALE P 30

A - LA COOPÉRATION EUROPEENNE

B - LA COOPÉRATION BILATERALE

C - LA COOPÉRATION MULTILATERALE

DEUXIÈME PARTIE : LE PROGRAMME D'ACTION DE LA COB

I - ADAPTER NOTRE RÉGULATION AUX MARCHÉS 2001 P 35

**II - FAVORISER L'ÉVOLUTION DU DROIT
DES SOCIÉTÉS COTÉES ET DE LEURS ACTIONNAIRES** P 39

III - PROMOUVOIR LA GESTION DE L'ÉPARGNE P 48

IV - MODERNISER NOTRE DISPOSITIF COMPTABLE P50

V - MIEUX MAÎTRISER LES RISQUES DE MARCHÉ P 54

A - LES RÉPONSES NATIONALES

B - LES RÉPONSES INTERNATIONALES

ANNEXE : EXÉCUTION DU BUDGET DE LA COMMISSION

L'environnement économique et politique

En 1995, les évolutions économiques de la France ont été assez positives : la croissance est restée soutenue (+ 2,4 %), avec toutefois un ralentissement en fin d'année ; les déficits publics s'inscrivent en baisse de 6 % à environ 5 % du PIB avec la réaffirmation de la volonté gouvernementale de poursuivre cette réduction de façon à atteindre l'objectif de 3 % en 1997.

Les taux d'intérêt à long terme ont diminué très sensiblement, passant, pour les taux à 10 ans, de 7,5 % en début d'année à 6,6 % en décembre. Les taux courts ont cependant connu une évolution plus heurtée en raison des impératifs de la défense de la valeur externe de la monnaie, entraînant des réactions des marchés financiers lors des phases de relèvement.

D'autres éléments ont exercé une influence négative sur nos marchés : les incertitudes liées à une période électorale, la poursuite de la crise de l'immobilier, les difficultés du secteur financier, la baisse du dollar, les interrogations sur la réaction de notre corps social à l'ajustement nécessaire de notre économie.

Cet ensemble de facteurs aura empêché le marché français des actions de profiter de la hausse que l'on a constatée en 1995 sur d'autres places financières internationales.⁽¹⁾

Au total, sur l'ensemble de l'année 1995, l'indice CAC40 s'inscrit en léger recul de 0,49 %. Cette évolution contraste avec celle des autres places européennes puisque Londres a enregistré une hausse de 19 % et Francfort de 7 %. C'est à New York que l'évolution aura été la plus impressionnante : + 33,5 % pour l'indice Dow-Jones qui a enregistré 69 records pendant l'année, notamment en franchissant la barre des 4000 points le 23 février 1995 et des 5000 points, neuf mois plus tard.

La capitalisation des valeurs françaises sur la cote officielle a, quant à elle, faiblement progressé en passant de 2260 à 2294 milliards de francs. Le second marché a, lui, enregistré un recul de 4,2 % sur l'ensemble de l'année. Sa capitalisation représente 151 milliards de francs contre 155 l'année précédente.

Dans ce contexte, la baisse des émissions brutes de valeurs mobilières a été sensible, passant de 676 à 608 milliards de francs. Les émissions de titres de capital sont passées de 268 à 232 milliards. Sur la cote officielle et le second marché, les émissions augmentent en nombre (de 212 à 279), mais reculent très nettement en montant (de 70 à 36 milliards de francs au total).

Les titres de créances, dont le volume d'émission avait déjà fortement baissé en 1994, connaissent un mouvement de même nature en 1995 (de 399 à 376 milliards de francs) traduisant les mouvements erratiques sur les taux d'intérêt principalement à court terme.

⁽¹⁾ Cf. *Cb. I p. 70.*

Les opérations de rapprochement entre sociétés cotées ont été, en 1995, plus nombreuses que l'année précédente (159 contre 106). Elles ont cependant porté sur des montants plus faibles, les masses en jeu s'avérant au total équivalentes (78,2 milliards en 1995 pour 79,2 en 1994). Ces opérations ont presque toujours eu un caractère amical. Elles relèvent d'une volonté de rationalisation et contribuent à la simplification de la cote. C'est sur le second marché et surtout le hors cote qu'elles ont été les plus nombreuses.

Les volumes d'activité se sont inscrits en baisse sur le MATIF, retrouvant leur niveau de 1993. Le nombre des contrats négociés est passé de 93 à 70 millions. Ce recul concerne toutes les catégories de contrats et participe d'un mouvement de prudence à l'égard des produits dérivés, sensible sur tous les marchés internationaux. Sur le MONEP, le recul de l'activité est plus limité en nombre de contrats (-2,3 %), le volume des capitaux échangés reculant toutefois fortement (-18,1 %).⁽²⁾

L'activité des sociétés de bourse a reflété cette conjoncture maussade. Au premier semestre 1995 leur chiffre d'affaires est en recul de 15,9 % par rapport à la même période de l'année précédente. Le résultat net avant impôts est en baisse de 82 %, mais reste positif. La spécialisation des sociétés de bourse tend à se renforcer en vue des mutations qui résulteront de la mise en oeuvre de la directive sur les services d'investissement.⁽³⁾

⁽²⁾ Cf. *Cb. I* p. 71; 72.

⁽³⁾ Cf. *Cb. I* p. 92 à 94.

L'activité de la COB

Pour accompagner la modernisation et de l'internationalisation des marchés, la COB adapte sa réglementation. Chargée de s'assurer que le fonctionnement des marchés satisfait aux exigences de la protection de l'épargne et d'information des investisseurs, elle a appliqué ses règlements et poursuivi son action dans le domaine de l'information, de la protection de l'épargne gérée, de la surveillance et de la coopération internationale.

I - L'ÉVOLUTION DE LA RÉGLEMENTATION

Le 28 décembre 1995, le Ministre de l'Economie a reconnu par arrêté la création du nouveau marché après avis conforme de la COB. La création, à l'initiative des autorités de la place financière, de ce nouveau marché destiné à accueillir de jeunes entreprises innovantes mais de petite taille a nécessité l'élaboration d'un règlement de la part de la COB et d'un nouveau règlement boursier émanant de l'entreprise de marché, la Société du nouveau marché, filiale de la SBF.

A LES AVIS DONNES SUR LES PROJETS DE REGLEMENT EMANANT DES AUTORITES PROFESSIONNELLES

1 - LA CRÉATION DU NOUVEAU MARCHÉ

La COB a approuvé la création de ce marché. Anticipant la transposition de la directive sur les services d'investissement, les règles de fonctionnement du nouveau marché ont été établies non par le Conseil des bourses de valeurs, mais par l'entreprise de marché, elle même, la société du nouveau marché (SNM), filiale de la Société des bourses françaises. Toutefois, les dispositions du règlement général du CBV relatives à la tenue de compte, au mandat de gestion, à la déontologie des membres du marché, au fonds de garantie et aux offres publiques lui sont applicables.

Le nouveau marché est ouvert à toute entreprise d'investissement ou établissement de crédit habilité à fournir des services d'investissement, qui peut opter pour un ou plusieurs statuts : introducteur-teneur de marché, négociateur-courtier, compensateur.

L'une des innovations est le statut **d'introducteur teneur de marché** chargé d'assister l'émetteur dans la préparation des documents d'information lors de l'introduction, de maintenir la liquidité du marché secondaire pendant une période d'au moins trois ans et d'entretenir l'intérêt des investisseurs par la publication d'une analyse financière, chaque année.

L'admission et la radiation des valeurs est prononcée par la SNM après avis d'un comité consultatif composé de neuf personnalités du monde de la recherche et de l'industrie. L'organisation des transactions associe un système de confrontation des ordres comportant deux fixages par jour et un système par lequel le teneur de marché s'engage à afficher, en permanence entre les deux fixages, des prix fermes à l'achat et à la vente sur une quantité minimale de titres. La SNM fait assurer par la SBF la compensation et la garantie de ses opérations.

Un fonds de garantie de la compensation est constitué par les dépôts versés par les adhérents compensateurs lors de leur adhésion et appelé à être mobilisé par la chambre de compensation en cas de défaillance d'un adhérent compensateur, après épuisement du dépôt de garantie déterminé sur la base de ses engagements.⁽⁴⁾

2 - LES PROJETS DU CONSEIL DES BOURSES DE VALEURS

De nouvelles modifications au régime de négociation des blocs ont été proposées à l'automne 1995. Elles portent sur l'extension de la liste des valeurs éligibles au régime des blocs normaux et sur l'accroissement de la liberté de prix par rapport au marché central. La COB s'est attachée à ce que ces modifications, si elles constituent des atténuations au principe d'unicité du prix, ne portent pas atteinte aux impératifs de transparence.

A la liste permanente des valeurs éligibles au régime de blocs s'ajoute une liste temporaire établie chaque semaine destinée à accueillir les valeurs moins liquides et le montant minimal de la taille normale de blocs est abaissé à 500 000F.

La taille des blocs structurants est abaissée à 100 millions de francs (au lieu de 500) ou 5 % du capital d'une société (au lieu de 10 %).

La liberté de prix est accrue par l'instauration d'une "super fourchette moyenne pondérée" utilisable pour les applications ou les opérations de contrepartie portant sur des blocs d'une taille égale ou supérieure à 5 fois la taille normale des blocs.

L'écart entre le prix résultant du calcul de cette fourchette et la meilleure offre ou la meilleure demande sur le marché central ne pourra toutefois pas excéder 5 % en plus ou en moins. Alors que les dispositions précédentes ont pu être mises en oeuvre par une décision générale du CBV, l'instauration de la "super fourchette moyenne pondérée" a nécessité une modification du règlement général du CBV approuvé par la Commission dans sa séance du 17 octobre 1995.

3 - LES PROJETS DU CONSEIL DU MARCHÉ À TERME

La COB a donné un avis favorable à plusieurs modifications apportées par le CMT à son règlement.

La première prévoit l'introduction d'une nouvelle catégorie de membres du marché : les négociateurs agréés sur système électronique et de nouveaux types d'ordre découlant des contraintes liées au système électronique.

La seconde vise à étendre à ces négociateurs l'obligation de désigner en leur sein un responsable de déontologie.

La troisième prévoit qu'une convention passée entre l'organisation du marché et les négociateurs sur systèmes électroniques précise les limites de la responsabilité de l'organisateur des négociations dans le cadre des systèmes de négociations électroniques. Elle a également approuvé la modification portant sur le délai de règlement des appels de marges.

⁽⁴⁾ *Cb. I p. 80 à 85.*

1 - LA RÉGLEMENTATION DU NOUVEAU MARCHÉ

La Commission a adopté un nouveau règlement destiné à encadrer l'information des entreprises innovantes à fort potentiel de croissance qui viendront sur le nouveau marché.

Ce texte ajuste les obligations de ces entreprises à leur caractère particulier : peu ou pas d'historique comptable, un plan d'entreprise permettant aux analystes et investisseurs de porter une appréciation sur la pertinence et la rentabilité du projet.

Un visa de la COB sera porté sur le document si la société procède à une augmentation de capital. S'il s'agit d'une offre de titres émis, le document sera enregistré. Ce prospectus comportera : une description détaillée des facteurs de risques ; la description d'un projet de développement stratégique à trois ans minimum ; un engagement de conservation des titres par les actionnaires dirigeants afin qu'ils restent associés au capital ; lorsque la société n'est pas cotée dans son pays d'origine, une description juridique de la législation et de la réglementation applicables en matière de droit boursier et de droit de sociétés validée par un expert juridique ; une attestation de l'introducteur/teneur de marché sur les diligences effectuées pour s'assurer de l'information contenue dans le projet de développement et des engagements pris pour l'avenir (production d'une analyse financière au moins une fois par an, animation du marché).

L'information périodique se traduira par l'établissement des comptes annuels certifiés, ainsi que d'un tableau d'activité et de résultats semestriels. Un avis au Balo mentionnera que les comptes annuels et semestriels sont publiés et mis à disposition au siège de la société, de l'introducteur teneur de marché et de la SNM.

Le souci d'alimenter le marché en informations régulières et comparables conduit à demander à ces sociétés d'établir chaque année un document de référence inspiré du 10K américain, enregistré par la COB.

Ce document fera l'objet d'un résumé ayant vocation à être largement diffusé, notamment dans les réseaux de placement.

Toutes les dispositions relatives à l'information permanente aujourd'hui en vigueur seront applicables aux sociétés présentes sur le nouveau marché. Pour des sociétés jeunes, en phase de croissance l'information permanente prend une importance toute particulière, et notamment l'obligation de porter à la connaissance du public tout fait important susceptible, s'il était connu, d'avoir une incidence sur le cours du titre concerné.

2 - L'ADAPTATION DU RÈGLEMENT N° 91-02 POUR LA MISE EN OEUVRE D'EUROLIST

La mise en place du système de multicotation Eurolist permet à des sociétés cotées sur au moins deux bourses européennes d'obtenir simultanément leur cotation sur les autres marchés avec un formalisme allégé.

La modification apportée à l'article 13 du règlement n° 91-02 sur l'information à diffuser lors de l'admission à la cote officielle et de l'émission de valeurs mobilières dont l'admission est demandée étend le bénéfice de la dispense d'établissement d'un prospectus à deux cas nouveaux mentionnés dans la directive :

- ▲ transfert du second marché à la cote officielle du même Etat membre pour des actions déjà cotées depuis deux ans au moins ;
- ▲ demande d'admission à la cote officielle d'un autre Etat membre par une société cotée depuis trois ans au moins dans un Etat membre.

Les sociétés cotées étrangères souhaitant être cotées à Paris, mettent à la disposition du public en français ou dans une autre langue usuelle en matière financière, les documents comptables (rapport de gestion, comptes semestriels, comptes sociaux et consolidés certifiés), ainsi que tout prospectus ou document équivalent, publiés dans les douze mois précédant la demande d'admission. En outre, un résumé en français des éléments significatifs du dossier, élaboré sous le contrôle des dirigeants de la société émettrice est rendu disponible.

II - L'APPLICATION DE LA RÉGLEMENTATION

Les décisions de sanction de la Commission au cours de l'année 1995 ont permis de compléter la jurisprudence sur la diffusion d'informations inexactes et l'utilisation d'informations privilégiées.

La Cour d'appel, saisie de deux recours, a confirmé les décisions de la Commission, en réduisant le montant de l'amende dans un cas. La Cour de cassation, saisie de trois pourvois, s'est prononcée pour la première fois et a confirmé à son tour la décision de la Cour d'appel portant sur l'application du règlement n° 90-02, relatif à la diffusion d'informations inexactes.

A LES DECISIONS DE SANCTION DE LA COB EN 1995

Quatre décisions de sanction pécuniaire ont été prononcées, allant de 250 000 francs à 1 million de francs.⁽⁵⁾

1 - SUR L'APPLICATION DU RÈGLEMENT N° 90-02 RELATIF À L'OBLIGATION D'INFORMATION DU PUBLIC

La décision de sanction concernant la société Welcom

La société Welcom International a déposé pour son inscription sur le marché hors-cote un prospectus d'information le 12 octobre 1993 et publié successivement, le 27 décembre 1993, une lettre à ses actionnaires faisant état "d'une belle croissance depuis trois ans et promettant une très belle année 1994", puis un communiqué, le 21 janvier 1994, annonçant des résultats en retrait par rapport aux prévisions annoncées. Considérant, à la suite de son enquête, que les informations contenues dans le prospectus et dans les communiqués semblaient ne pas avoir été exactes, précises et sincères, la Commission a ouvert une procédure de sanction administrative.

La Commission a fait application de l'article 3 du règlement n° 90-02. Elle a écarté l'inexpérience des dirigeants comme cause exonératrice de responsabilité et considéré, que "nonobstant l'intervention d'intermédiaires financiers dans l'élaboration et la signature du prospectus d'information, les dirigeants de Welcom ont engagé la responsabilité pleine et entière de la société en signant le prospectus d'information". D'autre part, elle a considéré que la mauvaise foi n'est pas nécessaire pour que soit constituée l'infraction, il suffit que la société ait communiqué des informations contraires aux obligations de l'article 3, ce qu'elle a fait à plusieurs reprises : lors de l'inscription au marché au hors-cote, puis lors de la diffusion d'une lettre aux actionnaires le 27 décembre 1993 "imprécise puisqu'elle n'indiquait pas les chiffres d'affaires connus de la société". Enfin, la société a publié un communiqué le 21 janvier 1994 comportant une "omission substantielle", c'est-à-dire la mise en sommeil de son activité télévisuelle.

⁽⁵⁾ Cf. *Cb. IV p. 146 à 149.*

La Commission a considéré qu'en agissant ainsi la société a porté atteinte durablement à l'égalité d'information et de traitement des investisseurs et à leurs intérêts, ceux-ci n'ayant disposé des informations significatives ni sur le chiffre d'affaires ni sur le principal secteur d'activité de la société lors de son inscription sur le marché hors-cote.

Tenant compte de l'inexpérience d'une jeune entreprise, elle a infligé à la société une sanction de 500 000 francs.

La décision de sanction concernant le dirigeant de la CIP

De même la Commission a considéré que le dirigeant de la Compagnie Immobilière Phenix avait enfreint les articles 3 et 4 du règlement n° 90-02 à l'occasion de la diffusion par un communiqué du 21 octobre 1993, d'une information inexacte et trompeuse et en omettant d'informer le public de l'évolution prévisible du résultat de la société dont il avait connaissance.

La Commission a considéré que le président de la société CIP avait commis un manquement en contrevenant aux articles 3 et 4 du règlement relatif à l'obligation d'information du public. Un communiqué a, en effet, été diffusé à son initiative, le 21 octobre 1993, annonçant un maintien du résultat net comparable à celui de l'exercice précédent qui avait dégagé un bénéfice, alors que, la veille, il avait lui-même présenté au conseil d'administration une information "réservée au point que les tendances annoncées avaient été perçues par les administrateurs comme défavorables". Ce faisant, il a porté atteinte à l'égalité d'information et de traitement des investisseurs ou à leurs intérêts.

En outre, il a omis d'informer le public de l'évolution prévisible du résultat de la société alors que dès le 29 décembre 1993 une dégradation de ce résultat était prévisible dans la mesure où deux projets de cessions permettant le maintien du résultat tel qu'il avait été annoncé n'avaient pas, en fait, été réalisés.

En fixant le montant de la sanction à 500 000 F, la Commission a tenu compte du fait que le président de la société n'avait tiré "aucun profit financier personnel des fautes commises".

Ce dernier a formé un recours devant la Cour d'appel.

2 - L'APPLICATION DU RÈGLEMENT N° 90-08 RELATIF À L'UTILISATION D'UNE INFORMATION PRIVILÉGIÉE

En prononçant une sanction à l'encontre de M. W. , la Commission a précisé ce qu'elle entendait par "**marché**" au sens du règlement n° 90-08, par **information privilégiée** et a rappelé "**le devoir absolu d'abstention**" qui s'impose à un directeur général.

La COB rappelle qu'au sens de son règlement, le terme **marché** désigne l'ensemble des transactions portant sur des valeurs mobilières admises aux négociations par le Conseil des bourses de valeurs et sur les valeurs inscrites au marché hors-cote ; sont visées tant les transactions effectuées sur le marché que les transactions hors marché, il en résulte qu'une négociation par application est soumise à ce règlement.

La Commission a considéré qu'une **information** portant sur une dégradation de plus de 40 % du chiffre d'affaires, était une information privilégiée qui aurait été de nature si elle avait été rendue publique à avoir une incidence sur le cours de la valeur.

Le fait que les titres aient été cédés à un autre actionnaire a été considéré comme sans incidence sur l'application du règlement n° 90-08, le directeur général de la société étant tenu à un **“devoir absolu d’abstention”**. Cette obligation devait se prolonger jusqu'à l'information complète des actionnaires, c'est-à-dire le 8 avril 1994, date à laquelle un communiqué précis a été publié.

La Commission a rappelé que le manquement a eu pour effet, de porter atteinte à l'égalité d'information et de traitement des investisseurs ou à leurs intérêts.

3 - L'APPLICATION DU RÈGLEMENT N° 89-03 RELATIF AUX OFFRES PUBLIQUES ET AUX ACQUISITIONS DE BLOCS DE CONTRÔLE

Par injonction du président du Tribunal de grande instance de Paris, la société HFP a été mise en demeure, le 5 août 1994, de saisir la SBF d'un projet de garantie de cours des actions de la société Hubert Industries.

La société HFP a présenté un projet d'offre publique simplifiée au prix unitaire de 97,55 F tout en déposant un recours contestant cette obligation. Pendant le déroulement de l'offre, la société HFP, alléguant le risque que les contentieux en cours ne conduisent à exiger des actionnaires le remboursement du prix perçu à l'occasion de l'offre, a proposé à certains d'entre eux le versement d'une somme de 45 F par titre s'ils ne présentaient pas leurs titres à l'offre.

Faisant application du règlement n° 89-03, la Commission a considéré que cette sollicitation, même en supposant qu'elle ait poursuivi un objectif transactionnel, était contraire à une réglementation boursière d'ordre public, plus précisément aux articles 3 et 6 du règlement n° 89-03. Il résulte, en effet, de ces textes que la société “ne pouvait par un procédé quelconque, faire échec, ou tenter de faire échec, à l'offre qu'elle avait été tenue d'initier”. La COB a infligé une sanction de 250 000 F à la société.

B LA JURISPRUDENCE DE LA COUR D'APPEL

Par trois décisions prises en 1995, la Cour d'appel a complété sa jurisprudence sur l'application par la COB de ses règlements n° 90-02 relatif à l'obligation d'information du public et n° 90-08 relatif à l'utilisation d'information privilégiée.

1 - SUR LA PROCÉDURE

A l'occasion d'une décision de sanction pour utilisation d'information privilégiée, la Cour d'appel a eu l'occasion de se prononcer sur la publication de la décision de sanction de la COB.

Le requérant faisait valoir que cette publication, avant l'examen des recours, avait porté atteinte au principe de présomption d'innocence.

La Cour a rappelé que la COB tient de l'ordonnance du 28 septembre 1967 le pouvoir d'ordonner la publication de ses décisions et que celles-ci sont immédiatement exécutoires ; elle a ajouté que “les critiques relatives aux conditions dans lesquelles la publication ordonnée a été effectuée sont totalement inopérantes sur la régularité de la décision déferée”.

Dans le cadre d'un autre recours, le requérant a fait valoir que "la cession litigieuse ayant eu lieu au profit d'un autre actionnaire, il n'avait pas été porté atteinte à l'égalité d'information des investisseurs puisque l'acquéreur disposait des mêmes informations que le cédant" et que "la Commission a manqué à ses obligations en ne recherchant pas les éléments de preuve relatifs à l'identité de l'acheteur des titres litigieux". La Cour a considéré que ce moyen n'était pas pertinent, qu'en effet, la Commission détermine librement la nature et l'étendue des investigations auxquelles elle entend procéder et qu'il appartient à la Cour d'examiner si les éléments qui en résultent sont suffisants pour justifier le principe et le quantum de la sanction prononcée, et que la Commission y avait répondu en annonçant que le fait que les titres "cédés avaient été acquis par un autre actionnaire est sans incidence sur l'application du règlement n° 90-08".

2 - SUR LE FOND

La Cour s'est prononcée sur la notion de **transaction** et de **marché** et l'étendue du champ d'application du règlement n° 90-08.

Sur le caractère de l'information privilégiée et sur le devoir d'abstention de l'administrateur ou du dirigeant, la Cour rappelle que "l'administrateur fait partie des personnes qui doivent, par leur appartenance aux organes d'administration, de direction, de surveillance d'un émetteur, s'abstenir d'exploiter pour compte propre ou pour compte d'autrui une telle information sur le marché..."

▲ l'intention spéculative ou frauduleuse ne constitue pas une condition du manquement ; celui-ci se trouve caractérisé par le simple rapprochement chronologique entre la détention de l'information et son exploitation sur le marché avant que celle-ci soit connue du public, sans qu'il soit nécessaire de démontrer l'existence d'une relation de cause à effet entre ces deux circonstances ;

▲ dès lors, l'obligation d'abstention à laquelle sont soumises les personnes visées à l'article du règlement n° 90-08 revêt un **caractère absolu** (décision du 15 mars 1995).

Cette analyse est reprise dans les mêmes termes dans une décision du 23 janvier 1996 qui ajoute que "**ni l'identité ni la qualité de l'acquéreur** ne peuvent avoir une influence sur les éléments constitutifs du manquement".

▲ **Sur la définition du manquement à l'obligation d'information du public.** La Cour considère que le prospectus doit comporter les renseignements nécessaires à une information complète des investisseurs et qu'il ne saurait être suppléé aux informations omises par une note émanant d'une autre personne. Elle confirme également la nécessité de porter le plus tôt possible à la connaissance du public des informations sur la dégradation du chiffre d'affaires de la société. Elle ajoute que la mauvaise foi n'est pas requise pour que soit constitué le manquement, "l'absence de volonté de dissimulation d'informations est inopérante".

3 - SUR LA PROPORTIONNALITÉ DE LA SANCTION.

La Cour a approuvé dans deux cas le montant de la sanction.

▲ A propos du manquement à l'obligation d'information, elle a confirmé que la Commission en avait fait une juste application en tenant compte de l'inexpérience d'une jeune société (arrêt du 23 janvier 1996).

▲ A propos du manquement d'initié, la Cour a également approuvé le montant de la sanction "tenant compte des circonstances de la cause, de la modicité de part de capital cédé et de l'importance relative des avantages retirés de l'opération" (arrêt du 15 mars 1995). Dans un cas, la Cour a ramené l'amende de 1 million de francs à 100 000 francs, considérant que l'avantage retiré par l'initié de la cession "qui est constitué par l'écart entre le cours auquel il a vendu et le cours auquel il aurait vendu après que le public ait eu connaissance des informations diffusées le 8 avril 1994, est modéré" (arrêt du 23 janvier 1996).

C LA JURISPRUDENCE DE LA COUR DE CASSATION

Pour la première fois, la Chambre commerciale de la Cour de cassation a rendu une décision relative à un arrêt de la Cour d'appel intéressant une décision de sanction de la COB. Le demandeur au pourvoi invoquait l'inapplicabilité des règlements de la COB aux dirigeants d'une société anonyme cotée et prétendait que le règlement n° 90-02, dans sa rédaction antérieure à 1992 applicable à l'espèce, ne permettait de sanctionner que la société et non ses mandataires agissant es qualités.

Après avoir rappelé que l'article 4-1 de l'Ordonnance autorise la COB à prendre des règlements concernant le bon fonctionnement des marchés placé sous son contrôle auxquels sont soumis les dirigeants de sociétés anonymes cotées, la Cour de Cassation a précisé que les sanctions prises en vertu des articles 9-1 et 9-2 de l'ordonnance étaient applicables à ces derniers, le terme "personne" du règlement n°90-02 de l'époque désignant une personne physique, une personne morale ou un dirigeant de celle-ci et l'ordonnance ne limitant pas le cercle des personnes soumises au règlement précité.

III - L'ACTION DE LA COB EN MATIÈRE D'INFORMATION

ANNÉE 1995

Visas de notes d'information ou prospectus	615
dont :	
introductions de sociétés à la cote officielle	6
admissions de titres de créances et de warrants émis à l'étranger	171
émissions/admissions de titres de capital ou donnant accès au capital	61
émissions/admissions de titres de créances	97
offres publiques	58
opérations réservées aux salariés	11
prospectus préliminaires	13
opérations de fusions ou d'apports d'actifs	5
programmes d'Euro medium term notes	156
divers	37
Enregistrements de documents de référence	78
Examens de note de présentation (introduction au second marché)	18
Examens de documents de fusion ou d'apports	14
Communiqués lors de garanties de cours et d'offres de retrait (dont 68 OPR suivies d'un retrait obligatoires)	104

A L'INFORMATION PERMANENTE

Dans un contexte de progression continue de l'information délivrée par les sociétés cotées, la Commission a recherché, en priorité, la promotion de nouveaux moyens de communication susceptibles d'en améliorer la diffusion.

A l'issue d'une année de mise en oeuvre, la Commission a souhaité faire le point sur la manière dont les recommandations élaborées à l'initiative du groupe de travail Cercle de Liaison des Informateurs Financiers en France (CLIFF) et de la Société Française des Analystes Financiers (SFAF) concernant les relations entretenues entre les analystes et les sociétés cotées ont été appliquées en 1995.

Elle a constaté que ces recommandations sont bien suivies.

▲ L'ouverture en septembre 1995 d'une banque télématique de communiqués vise à permettre aux sociétés cotées de disposer d'un outil pratique de diffusion de leurs communiqués auprès de leurs actionnaires.

Elle offre à ces sociétés un support sur lequel leurs communiqués sont consultables dans leur intégralité et sans retraitement, leur transmission de ceux-ci à la banque télématique valant transmission à la COB. Elle permet également au public d'avoir un accès à l'information rapide, direct et peu coûteux grâce au Minitel.

Au 31 décembre 1995, près de 100 sociétés en étaient adhérentes.

▲ L'utilisation du document de référence, plus spécifiquement dédié aux investisseurs professionnels, s'est généralisée en 1995.

La quasi totalité des sociétés appartenant à l'indice CAC 40 établissent un tel document et la Commission souhaite qu'en 1996 l'ensemble des plus grandes sociétés cotées en bourse de Paris dispose de ce support d'information dont la notoriété s'est affirmée tant auprès des sociétés que des investisseurs français et étrangers.

▲ Enfin, la COB examine avec intérêt les opportunités de communication ouvertes par le développement des réseaux et services en ligne.

Elle étudie ainsi un projet de création d'une banque de données informatique regroupant l'ensemble des informations des sociétés cotées soumises à son contrôle et accessible au public grâce à ces nouveaux moyens de communication.

B L'INFORMATION PÉRIODIQUE

Depuis plusieurs années, la COB fait de la réduction des délais de publication des comptes une de ses priorités. Elle a pu observer en 1995 une amélioration très nette du respect du calendrier de diffusion de l'information périodique.

Ces progrès concernent tant les comptes annuels que les états semestriels : le taux de publication des comptes annuels provisoires est passé, pour l'ensemble des sociétés, de 91 % en 1990 à 94 % en 1995. Sur la même période, le pourcentage de sociétés publiant dans le délai réglementaire de quatre mois après la clôture de l'exercice ou dans un délai d'un mois suivant cette échéance (pour tenir compte des délais matériels de publication) a progressé de 67 % à 96 %.

Pour les états semestriels, le taux de publication a également progressé, passant de 96 % en 1990 à 99 % en 1995. La proportion de sociétés publiant dans le délai réglementaire reste stable à 97 %, étant précisé que la quasi totalité du solde des publications est effectuée dans un délai maximal d'un mois après l'échéance.

C LES COMPTES ⁽⁶⁾

■ Les changements de méthodes.

La Commission a dû, à diverses reprises au cours de l'année 1995, réaffirmer le principe de constance dans les méthodes d'évaluation.

Elle a ainsi rappelé que la reprise en résultats d'amortissements antérieurement constatés ou la pratique des réactivations de charges devaient être proscrites. Ces pratiques altèrent, en effet, les conditions d'appréciation des performances des entreprises et la comparaison dans le temps comme entre entreprises concurrentes.

⁽⁶⁾ Cf. Ch. II p. 104 à 113.

■ L'utilisation des référentiels étrangers.

S'agissant de la possibilité pour une société d'établir des comptes consolidés en utilisant un référentiel étranger, *la Commission, après avis du Conseil national de la comptabilité, a été conduite à distinguer le cas où ces règles sont compatibles avec le droit national et dans lequel la société peut ne publier qu'un seul jeu de comptes, du cas où les règles n'étant pas compatibles la société doit produire un jeu de comptes établi en stricte conformité avec les règles nationales complété, si elle le souhaite, des comptes présentés selon les normes étrangères.*

Lors d'une opération de marché, la note d'information soumise à la COB doit obligatoirement comporter des comptes établis en conformité avec le référentiel français.

■ La comptabilisation des éléments incorporels dans les comptes consolidés.

S'agissant des actifs incorporels identifiables, la Commission a été amenée à en encadrer les conditions d'amortissement éventuel, précisant que ce n'est qu'en cas de difficultés dans la détermination des paramètres de calcul, qu'une entreprise peut décider légitimement, dans un souci de prudence, de procéder à l'étalement du coût d'acquisition d'un élément incorporel identifié par le biais de l'amortissement. Cette décision devrait, sauf cas exceptionnels, être prise dès l'acquisition du bien.

Pour les actifs incorporels non identifiables, le recours à la faculté exceptionnelle d'imputation sur les capitaux propres des écarts d'acquisition positifs a été circonscrit aux cas où, la survaleur n'excédant pas le montant de la prime dégagée lors de la création des titres émis en rémunération de l'acquisition, ce traitement comptable n'affecte pas les capitaux propres antérieurement existants.

Interrogée également sur le traitement des écarts d'acquisition lors d'une opération de fusion-absorption d'une société mère par sa filiale, *la Commission a considéré que bien que la société consolidante, du fait du sens de la fusion, ne soit plus la même, les comptes consolidés demeurent identiques et que l'incidence d'une telle opération doit rester neutre sur les comptes consolidés établis par l'entité issue de la fusion.*

■ Les variations du périmètre de consolidation.

Plusieurs cas sont apparus en 1995 dans lesquels des filiales étaient consolidées pour la première fois après de nombreuses années de détention, au prétexte qu'elles avaient franchi, longtemps après leur acquisition, le "seuil de signification" défini par le groupe pour consolider.

La Commission a rappelé à cette occasion que l'exclusion d'une filiale bénéficiaire du périmètre de consolidation doit être justifiée et ne doit en aucun cas conduire, en fonction de critères dont le choix relève de la seule société, à ce que des groupes se créent des sources potentielles de résultat consolidé par l'exclusion arbitraire de sociétés bénéficiaires du périmètre de consolidation.

En outre, interrogée sur la déconsolidation, à la date de clôture, de filiales pour lesquelles des accords de cession étaient intervenus en fin d'année, accompagnés d'une condition suspensive indépendante de la volonté des parties, dont la levée devait s'effectuer au début de l'exercice suivant, *la Commission a considéré que la déconsolidation patrimoniale de ces filiales pouvait s'effectuer à la date de clôture. Cependant elle a précisé que, compte tenu de l'existence de cette condition exogène, la plus-value ne pouvait participer à la formation du résultat consolidé de l'exercice au cours duquel l'accord avait été signé entre les parties, que dans le cas où la condition avait été satisfaite avant la date d'arrêté des comptes par l'organe compétent.*

■ Le traitement des écarts de conversion dans les comptes consolidés.

Dans le cas de cession d'une filiale suivie d'une acquisition d'une autre société située dans la même zone monétaire, et alors que la société utilise la méthode dite "du cours de clôture" pour convertir les comptes de sa filiale, la Commission a admis la non comptabilisation d'une perte de change dès lors que l'opération était effectuée par substitution de droits patrimoniaux (échange de titres).

■ L'amortissement des frais de recherche et de développement.

L'inscription à l'actif du bilan des frais de recherche et de développement constituant déjà une dérogation, *il n'apparaît pas pertinent, dans le respect du principe de prudence, d'accentuer cette dérogation en permettant de différer la date de départ d'amortissement de ces frais. Il convient donc de les amortir, selon un plan d'amortissement, dès l'exercice au cours duquel ils sont portés à l'actif du bilan.*

■ La comptabilisation des boni de fusion.

La comptabilisation d'un bonus dégagé à l'occasion d'une opération de fusion ne se justifie que s'il provient de résultats non distribués accumulés dans la filiale. Elle s'assimile à une réévaluation et doit être inscrite dans les capitaux propres comme la prime de fusion elle-même.

■ L'arrêté des comptes.

La Commission a rappelé que les comptes sociaux et consolidés doivent être présentés au conseil ou au directoire dans leur intégralité, c'est-à-dire accompagnés des notes annexes complètes.

D L'AMÉLIORATION DE L'INFORMATION COMPTABLE

L'information comptable s'est améliorée en 1995, grâce à l'aboutissement d'un ensemble de travaux menés en collaboration avec le Conseil national de la comptabilité, en vue d'adapter ou de préciser le dispositif comptable en vigueur applicables aux sociétés civiles de placement immobilier (SCPI) et aux sociétés de gestion de portefeuille (SGP). Des réflexions se poursuivent sur le traitement comptable le plus approprié pour la prise en compte des apports lors d'opérations de fusions, ou l'information à donner concernant l'utilisation des instruments financiers. Simultanément les liens avec les organisations professionnelles ont été renforcés et de nouveaux travaux communs entrepris.

■ L'amélioration du cadre comptable des SCPI.⁽⁷⁾

Les SCPI ayant l'obligation de faire expertiser régulièrement à la valeur vénale, les immeubles qui composent leur patrimoine et devant, au terme de leur nouveau plan comptable, faire figurer cette valeur dans leur annexe comptable, la Commission des opérations de bourse et le Conseil national de la comptabilité ont élaboré une recommandation commune qui définit les méthodes appropriées nécessaires à la détermination de cette valeur vénale.

Ce texte, qui a pour but d'assurer une meilleure information des souscripteurs et une meilleure comparabilité entre les SCPI, a reçu l'assentiment de l'Association professionnelle des SCPI (ASPIM), de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes et des principaux experts immobiliers intervenants dans le domaine des SCPI. Il constitue une base solide pour les travaux d'expertise requis pour les SCPI.

■ L'information comptable des sociétés de gestion de portefeuille.

Dans le cadre du programme d'action conjoint établi par la COB, le CNC et les professionnels concernés, en vue de promouvoir une plus grande transparence et une meilleure normalisation de leur activité comptable, les SGP devront désormais dans l'annexe comptable ventiler leur chiffre d'affaires entre d'une part, les produits liés à l'activité de gestion de portefeuille et, d'autre part, les produits liés aux activités accessoires.

Elles devront également présenter dans l'annexe les informations relatives à leurs engagements hors bilan.

■ Le nouveau marché.

L'article 2 du règlement n° 95-01 de la Commission relatif à l'information à diffuser à l'occasion d'opérations réalisées sur le nouveau marché présente le contenu du document d'information dénommé "prospectus" lequel fait l'objet soit d'un enregistrement, soit d'un visa en cas d'émission, par la Commission. Parmi ces éléments le règlement n° 95-01 a prévu la présentation d'un projet de développement stratégique de l'entreprise devant, suivant les termes de l'instruction, faire l'objet de "travaux" de la part des commissaires aux comptes.

Dans ce contexte, le comité des normes professionnelles de la CNCC a entrepris une refonte de ses normes relatives aux états financiers prévisionnels. Le projet actuellement en cours opère une distinction entre les sociétés de création récente ou ne disposant pas d'historique et/ou de système prévisionnel et budgétaire et les autres et, pour chacune d'entre elles, définit des diligences spécifiques et formule des modèles de conclusion différents pour être en phase avec ces diligences précédemment définies.

■ Le contrôle de la fiabilité des comptes.

Le 21 décembre 1995, le président de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes a remis au président de la Commission des opérations de bourse le 10ème rapport sur le contrôle de qualité exercé par le Comité d'examen national d'activité (CENA) et par le Comité pluri-régional d'activité (CEPRA) sur les dossiers des commissaires aux comptes intervenant auprès des sociétés cotées, d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières (SICAV et fonds communs de placement) examinés en 1995 et portant sur les comptes de l'exercice 1993.

⁽⁷⁾ Cf. *Cb. II p. 117 à 118.*

En 1994, 141 dossiers de sociétés cotées et de SCPI ont été examinés par la CNCC. Pour 84% des dossiers, le CENA a conclu que les diligences étaient satisfaisantes; une amélioration sensible a été relevée dans la qualité du contrôle interne. Dans 16% des cas, le CENA a décidé de procéder à un nouvel examen du dossier dans les deux ans, compte tenu des insuffisances relevées.

Le nombre de remarques formulées en matière d'information comptable a néanmoins, conduit à attirer l'attention des sociétés et de leurs commissaires aux comptes sur la nécessité d'une amélioration sensible en ce domaine.

Pour ce qui concerne les dossiers d'OPCVM examinés, la moitié d'entre eux a suscité une demande de nouvel examen dans les deux ans.

IV - LA PROTECTION DE L'ÉPARGNE GÉRÉE.

AGRÉMENTS DÉLIVRÉS EN 1995

OPCVM agréés	848
dont : SICAV	63
Fonds communs à vocation générale	494
Fonds communs à risques	9
Fonds communs d'entreprise	275
FCIMT	7
Fonds communs de créances	26
OPCVM européens et compartiments autorisés à commercialiser leurs produits	236
Visas SCPI	22
dont : Constitutions	4
Augmentations de capital	0
Changements de prix, mises à jour de notes d'informations	18
Agréments de sociétés de gestion de portefeuille	15
dont : Agréments généraux	14
Hors marchés dérivés	1

A LES OPCVM

1 - LES OPCVM À VOCATION GÉNÉRALE ⁽⁸⁾

Les OPCVM demeurent en 1995 un moyen privilégié de détention des valeurs mobilières, puisque 7 millions de français en sont détenteurs. Ils ont accusé, toutefois pour la deuxième année consécutive une diminution de leurs encours.

Ainsi, au 31 décembre 1995, il existait 1081 SICAV et 3816 FCP pour des encours respectifs de 1.602 milliards de francs et 950,8 milliards de francs, soit un total de 2.552,8 milliards de francs, en baisse de 4,63% par rapport à la fin 1994.

La réduction des encours a atteint principalement les OPCVM "monétaire franc" et "obligations et autres titres de créances français". Seuls les OPCVM garantis ont connu un essor notable du montant d'actifs qu'ils gèrent (+18%).

⁽⁸⁾ Cf. *Cb.V* p. 155 et p. 163.

Le cadre juridique régissant l'activité de gestion collective est demeuré stable. Néanmoins, la Commission a été amenée à en préciser les conditions d'application ou à en souhaiter l'évolution dans trois directions.

■ La clarification des responsabilités des différents intervenants de la gestion collective.

A l'occasion de l'entrée en vigueur au 1^o janvier 1995 de l'instruction relative aux missions et responsabilités du dépositaire, la Commission a examiné les schémas d'organisation retenus par les établissements promoteurs d'OPCVM. Elle a été amenée à préciser, dans ce cadre, les conditions de statut, de qualification ou de rattachement susceptibles d'assurer une indépendance suffisante de la personne exerçant les fonctions de dépositaire. Lorsque de telles conditions ne lui paraissaient pas réunies, les établissements concernés ont été invités à modifier en conséquence leur organisation interne.

De même a-t-elle été conduite devant le développement du recours à des délégations de gestion des OPCVM à l'étranger à en préciser les modalités d'agrément. *Ces délégations qui ne peuvent être consenties qu'au profit de personnes morales ne doivent pas porter sur la totalité des missions d'une société de gestion et doivent faire l'objet d'une information adéquate dans la notice d'information. Quels que soient les termes de la convention écrite liant les parties, la responsabilité du délégant demeure entière.*

Faisant écho à cette démarche d'ensemble visant à préciser les responsabilités des différentes parties prenantes à la gestion collective, l'ASFFI a entrepris une refonte de son code de déontologie en vue d'encourager les OPCVM à exercer pleinement leurs droits et leurs pouvoirs d'actionnaires.

■ L'adaptation de la réglementation des OPCVM aux évolutions des marchés.

Un groupe de travail réunissant des représentants des professionnels, des entreprises de marché concernées et de la COB a formulé des propositions en vue de définir la nature des opérations à terme qui peuvent être réalisées par les OPCVM à vocation générale.

Le dispositif proposé permet d'encadrer l'ensemble des opérations à terme ouvertes aux OPCVM, qu'elles soient effectuées sur un marché réglementé ou réalisées de gré à gré, et de mieux appréhender l'effet financier des opérations dérivées.

Par ailleurs, la réflexion menée en 1995 par la Commission sur la notion "d'investisseur averti"⁽⁹⁾ a conduit à approfondir, en concertation avec l'ASFFI, la discussion entamée en 1991 sur la distinction entre OPCVM "offerts au public" et "OPCVM non offerts au public" afin de prendre en compte, à l'instar d'autres pays, le besoin de souplesse exprimé par les professionnels.

Le projet de modification de la loi de 1988 prévoit que seuls les fonds communs de placement, à l'exclusion des SICAV, pourront être qualifiés, sous certaines conditions, de "non offerts au public". En contrepartie, ces instruments bénéficieront d'allégements en matière d'agrément, d'établissement de leur valeur liquidative, d'informations périodiques et surtout de règles de gestion.

■ L'amélioration de la sécurité des avoirs et des opérations.

A la suite des sinistres bancaires intervenus au cours de l'année, il est apparu indispensable à la Commission de réduire l'exposition des organismes collectifs aux risques de défaillance du groupe promoteur et dépositaire. A cette fin, un certain nombre de propositions ont été formulées et portées à la connaissance du Ministre de l'Économie et des Finances qui a annoncé son intention de les prendre en compte et de mener sur ce point une concertation spécifique avec les professionnels concernés.

⁽⁹⁾ Voir plus loin p. 37.

Elles visent à permettre une prise en compte plus large des engagements des OPCVM en incluant, outre les valeurs mobilières, les titres de créances dans les ratios d'engagements sur une même contrepartie, à retenir la notion du groupe dans la définition des règles prudentielles et à supprimer l'article 13-1 du décret 91-605 du 27 juin 1991 qui permet sous certaines conditions à un OPCVM monétaire franc d'employer en titres d'un émetteur jusqu'à 25 % de son actif.

Enfin, la Commission souhaiterait que l'ensemble des OPCVM adhèrent à la convention-cadre de 1994 relative aux opérations de pension.

2 - LES OPCVM SPÉCIFIQUES.⁽¹⁰⁾

■ Les fonds communs de placement d'entreprise.

L'année 1995 a été caractérisée par la mise en place d'un nouveau cadre juridique harmonisant les conditions de liquidité imposées aux actifs des différents types de FCPE. Des projets innovants ont été soumis à la Commission qui visent à offrir aux salariés des possibilités de gestion d'une épargne de longue durée, en vue du financement de leur retraite. De telles initiatives témoignent de la multiplicité des possibilités offertes par les plans d'épargne d'entreprise, dans le cadre des textes actuels, et sans attendre la constitution de fonds de pension.

■ Les fonds communs de placement à risque.

Au 19 décembre 1995, on recense 119 fonds en activité (contre près de 130 à la fin de l'exercice précédent).

Au cours de l'année 1995, 18 structures ont été dissoutes et 7 ont été constituées après agrément de la Commission.

■ Les fonds communs d'intervention sur les marchés à terme

Si le regain d'intérêt pour les FCIMT observé au cours des deux années écoulées ne s'est pas confirmé en 1995 puisque le nombre de fonds en activité a légèrement régressé (37 au lieu de 38 au 31-12-1994), en revanche leur encours global a augmenté pour atteindre 1.600 millions de francs en fin d'année.

B LES FONDS COMMUNS DE CRÉANCES (FCC).

Le rythme de création de nouveaux fonds communs de créances en 1995 a été un peu moins soutenu qu'en 1994.

26 FCC ont ainsi été créés pour un montant global à l'émission de 17 milliards de francs contre 29 FCC en 1994 pour un montant global émis de 20 milliards de francs.

Les trois quarts de l'encours global émis sont issus d'opérations d'allègement de bilan, le quart restant provenant de la cession de créances interbancaires.

⁽¹⁰⁾ Cf. *Ch. V p. 171 à 174.*

En matière d'information, la procédure du visa préliminaire qui avait commencé d'être étendue aux opérations de titrisation en 1994 a rencontré un vif succès. Cette procédure permet aux établissements placeurs de réaliser une campagne de pré-commercialisation, de bénéficier des conditions de marché favorables et de délais d'octroi de visas réduits. En 1995, six opérations syndiquées sur sept ont été visées suivant cette procédure.

En contrepartie de la souplesse ainsi accordée, la Commission s'est attachée à un contrôle plus rigoureux des notes d'information destinées au public lors d'opérations de titrisation. Elle souhaite tout particulièrement que des efforts soient entrepris pour en améliorer la lisibilité.

S'agissant des projets qui lui sont soumis, leur champ a continué de s'étendre notamment à la titrisation de crédits consentis à des entreprises industrielles et commerciales ou à des établissements publics industriels et commerciaux ainsi qu'à la titrisation de crédits permanents à la consommation.

Enfin, l'essor des fonds communs de créances comportant diverses catégories de parts amorties de manière "séquentielle" a conduit la Commission à préciser les conditions dans lesquelles ces fonds peuvent faire l'objet d'un placement par appel public à l'épargne.

C LES SOCIÉTÉS DE GESTION DE PORTEFEUILLE (SGP)⁽¹¹⁾

A la fin de l'année 1995, 167 sociétés de gestion de portefeuille étaient en activité, nombre pratiquement constant depuis 1990. La grande stabilité numérique des sociétés de gestion de portefeuille ne doit pas masquer le renouvellement profond dont elles ont été l'objet depuis cinq ans.

Ainsi, les nouvelles structures agréées sont de plus en plus souvent adossées à de grands groupes financiers (cas de plus de 50% des sociétés agréées en 1995). Par ailleurs les SGP tendent à s'affirmer comme des entités polyvalentes ayant vocation à assurer, à côté de la gestion directe de portefeuille, la gestion déléguée d'OPCVM.

Le bilan économique et financier établi en 1994 s'en ressent, faisant apparaître la progression des produits liés à la gestion des OPCVM dans le chiffre d'affaires global des sociétés de gestion de portefeuille.

En 1994, la croissance des produits d'exploitation s'est ralentie sans néanmoins emporter de conséquences trop importantes. A ce titre, préoccupante est la situation des sociétés dont les actifs gérés sont inférieurs à 150 millions de francs, ce seuil pouvant paraître un minimum à atteindre pour poursuivre dans de bonnes conditions l'activité de gestion de portefeuille.

Le principe de la réduction du délai de transmission à la COB de la fiche de renseignements sur les comptes annuels, arrêté en 1994 en liaison avec les professionnels, a été respecté de manière variable. Il a néanmoins permis à la Commission d'intervenir dans de meilleurs délais auprès des sociétés. Cette meilleure connaissance, en temps réel, de la situation des sociétés de gestion de portefeuille devrait être facilitée, désormais, par l'extension aux SGP de la pratique des visites d'information déjà en cours depuis plusieurs années pour les OPCVM.

⁽¹¹⁾ Cf. *Cb. V p. 157.*

Avant la mise en oeuvre de la directive concernant les "Services d'Investissement", la Commission a souhaité dresser un bilan de l'organisation de la gestion pour compte de tiers au sein des principaux établissements multicapitaires de la place.

Cette étude révèle que le processus de réorganisation des activités de gestion au sein de ces établissements a aujourd'hui largement abouti dans le sens de la création de véritables pôles de gestion d'actifs pour compte de tiers dotés de moyens propres et indépendants. Ces pôles exercent de façon satisfaisante, au regard de la déontologie, l'ensemble des activités de gestion.

D LES SOCIÉTÉS CIVILES DE PLACEMENT IMMOBILIER (SCPI).⁽¹²⁾

En raison du contexte du marché immobilier, la situation générale des SCPI, en 1995, est restée difficile.

La collecte s'est élevée à 1,5 contre 3,3 milliards de francs l'année précédente sur lesquels seuls 700 millions de francs correspondent à une collecte nette devant être affectée à des achats d'immeubles.

Cette décre de la collecte cumulée avec une baisse des prix des parts a occasionné un recul de la capitalisation d'ensemble des SCPI qui est passée de 88,3 milliards de francs à 80 milliards de francs à fin 1995.

Sur le marché secondaire le nombre des sociétés de placement immobilier concerné par des demandes de cession en attente a augmenté en 1995 : 70 % sont dans ce cas au 31 décembre. Les délais d'attente moyen se sont sensiblement allongés passant de un an et cinq mois à deux ans et deux mois.

Face aux difficultés rencontrées sur le marché secondaire des SCPI, certains professionnels ont entrepris de constituer de véritables marchés à prix décoté. Cette pratique peut se révéler dangereuse sur la plan de l'information et de l'égalité de traitement des porteurs de parts.

Aussi la Commission va-t-elle s'attacher en 1996, en concertation avec les professionnels, à l'amélioration du fonctionnement du marché secondaire.

⁽¹²⁾ Cf. Ch. V p. 180.

A LA RECHERCHE DES INFRACTIONS

	1994	1995
Enquêtes décidées	91	86
Enquêtes rapportées	103	91
Nombre d'enquêtes en cours en fin d'année	60	55
Nombre de dossiers transmis		
aux autorités judiciaires	23	25
aux autorités de marché	17	18
Procédures de sanctions ouvertes	12	14

La surveillance du marché continue à être, pour l'essentiel, à l'origine des enquêtes (gonflement des transactions, mouvement brutal des cours) ; toutefois, cette année dans un grand nombre de cas, la Commission a été conduite à vérifier les conditions dans lesquelles un émetteur avait annoncé au marché des informations inattendues et comportant des résultats très différents des prévisions antérieures. En 1995, encore, de nombreuses sociétés ont informé tardivement le marché des pertes subies, notamment dans le secteur immobilier. La Commission a été conduite à vérifier le traitement de l'information communiquée par les sociétés ; elle a adressé à certaines d'entre elles des lettres d'observations qui, parfois, ont été rendues publiques (Accor, Eurotunnel), et, dans un cas, des observations à la suite d'une enquête faite à la demande de la société elle-même (Lagardère Groupe).

Le rythme des enquêtes de la Commission a continué d'être soutenu puisqu'en 1995, 86 enquêtes ont été décidées, 91 ont été rapportées et à la fin de 1995, 55 étaient en cours (contre 60 au 31 décembre 1994).

Si la majorité des enquêtes concerne la recherche d'infractions à la réglementation boursière, plus du tiers a trait à la gestion de l'épargne et au démarchage.

Quatre enquêtes ont porté sur des faits susceptibles de constitution de délits d'initié ou de manquements aux dispositions du règlement n° 90-08 de la Commission relatif à l'utilisation d'une information privilégiée.

Plusieurs enquêtes ont été engagées à la suite de publication par des sociétés de résultats financiers en sensible retrait par rapport aux prévisions annoncées.

Trois d'entre elles ont donné lieu à une transmission au Parquet et à l'ouverture d'une procédure aux fins de sanctions administratives. Les autres, sans révéler d'infraction aux dispositions légales et réglementaires ont fait apparaître des lacunes dans la diffusion de l'information par les émetteurs. Ainsi la Commission a été conduite à rappeler à la société Lagardère Groupe qui avait diffusé un communiqué ne précisant pas si la plus-value annoncée sur une cession de titres devait s'ajouter en totalité ou non au résultat prévisionnel déjà publié que *"tout communiqué concernant une information susceptible d'avoir une incidence sur le cours d'un titre doit être exact, précis et exhaustif"*.

La Commission a reproché à la société Accor d'avoir, en octobre 1994, donné à un organe de presse une information nouvelle et significative sans s'assurer que la diffusion n'interviendrait pas au cours d'une séance de bourse et d'avoir, en février 1995, communiqué à un groupe d'analystes une estimation de résultat global alors que les comptes annuels n'étaient pas définitivement arrêtés, puis donné les résultats opérationnels de la filiale du groupe, Motel 6. Toutes ces informations ont provoqué des mouvements de bourse tantôt à la hausse, tantôt à la baisse. *La Commission a rappelé par lettre aux dirigeants de la société que la diffusion effective et intégrale d'un communiqué officiel, par l'émetteur, constitue le mode normal de diffusion de toute information susceptible d'avoir une influence sur le cours de ses titres ; afin d'assurer un égal accès du public à l'information, il est souhaitable que la diffusion effective et intégrale de ce communiqué intervienne hors des heures d'ouverture de la Bourse.*

Une lettre a également été adressée au président du groupe Eurotunnel pour avoir diffusé par la voie d'une interview le 13 octobre 1994 des informations particulièrement sensibles qui n'ont été publiées officiellement que le 17 octobre 1994. La société n'avait jamais dit explicitement qu'il existait des retards dans l'ouverture des services, à l'exception d'Eurostar, par rapport aux prévisions publiées dans le prospectus visé le 26 mai 1994. Aucun communiqué n'a été publié par Eurotunnel avant cette interview alors que l'impossibilité d'atteindre les résultats annoncés lors de l'augmentation de capital de juin 1994 était anticipée dès le mois d'août.

La Commission a rappelé aux dirigeants de ces sociétés que la communication d'informations nouvelles et susceptibles d'avoir une influence sur le cours doit s'effectuer le plus tôt possible, et par communiqué, afin que soit préservée l'égalité d'information du public.

B LE CONTRÔLE DES ACTIVITÉS DE GESTION DE PORTEFEUILLE ET DE DÉMARCHAGE

Cinq enquêtes ont conduit au retrait de l'agrément de trois sociétés et à l'envoi des dossiers au Parquet. Certains faits susceptibles de constituer des escroqueries ou des abus de confiance ont été commis au détriment d'établissements de crédit ou de caisses de retraite. Cinq enquêtes liées à des activités de démarchage dans des conditions illicites ont donné lieu à l'envoi de trois dossiers au Parquet.

C LE CONTRÔLE DES SCPI

A la suite de quatre enquêtes, un dossier a été transmis au Parquet pour des fautes qui pourraient être qualifiées d'abus de biens sociaux : prêts des SCPI à la société holding du groupe promoteur qui ne pouvait les rembourser et occupation à titre gratuit d'un immeuble appartenant à une SCPI par les sociétés de promotion et de gestion.

D LE CONTRÔLE DES OPCVM

Neuf enquêtes ont été rapportées devant la Commission. Certaines d'entre elles ont révélé des carences dans la gestion et la surveillance : multiplication d'opérations sans intérêt pour les porteurs de parts et non respect des règles de division des risques.

Plusieurs enquêtes ont fait apparaître que les gestionnaires avaient affiché des valeurs liquidatives inexactes, ne tenant pas compte de moins-values provoquées par la hausse des taux d'intérêt au début de 1994.

La Parquet a été saisi de trois dossiers pour des faits susceptibles d'être examinés au regard de l'escroquerie ou de l'abus de confiance. Le Conseil de discipline des OPCVM a été informé des faits relevés dans cinq dossiers.

En 1995, le conseil de discipline des OPCVM a rendu six décisions de sanction dans des affaires ayant fait l'objet d'enquêtes de la COB. Outre un avertissement et des blâmes, il a prononcé plusieurs sanctions pécuniaires, notamment pour comptabilisation contestable d'opérations à réméré ayant pour résultat des minorations artificielles de l'actif net (Banque Arjil et Arjil Gestion), portage excessif des titres du groupe par les OPCVM (Banque Duménil Leblé), infractions aux règles de répartition des actifs (SBS Valeurs, Société de bourse patrice Wargny et Sogesmar SA), enfin dans l'affaire relative à la SICAV Rochefort Court Terme, surévaluation d'actifs destinée à dissimuler des pertes entraînant la publication de valeurs liquidatives erronées et trompeuses ; dans ce dernier cas, en dehors des sanctions pécuniaires prononcées à l'encontre de quatre personnes et allant de 100 000 F à 1,2 MF, le Conseil a prononcé huit interdictions, définitives ou temporaires, d'exercer des fonctions dans les activités de gestion ou de dépositaire d'OPCVM à l'encontre de la société Rochefort Finance, dépositaire, ainsi que du président, des directeurs et d'employés de la SICAV.

E LA SURVEILLANCE DES OPÉRATIONS DE PRIVATISATION

La surveillance des opérations de privatisations a essentiellement pour but de s'assurer du respect des dispositions relatives au traitement des ordres prioritaires lors des offres publiques de vente (OPV).

En 1995 ont été achevées les vérifications des souscriptions aux OPV d'actions UAP, Renault, Seita et Usinor-Sacilor, la Commission n'a constaté que peu d'anomalies qui, dans tous les cas, étaient d'ordre mineur.

VI - LA COOPÉRATION INTERNATIONALE

L'activité internationale de la COB s'est intensifiée en 1995, notamment à l'occasion de la XXème Conférence annuelle de l'Organisation internationale des commissions de valeurs qui s'est tenue à Paris. Les travaux de l'OICV ont progressé dans quatre domaines essentiels : la coordination des régulateurs face aux crises, le développement des échanges d'informations, la commercialisation internationale des produits de gestion collective, l'harmonisation comptable internationale.

Dans le domaine bilatéral la COB a renforcé son réseau par la signature de deux accords, l'un avec l'Australian Securities Commission et l'autre avec la Commission allemande.

Dans le domaine européen, l'harmonisation a conduit à l'adoption de dispositions nouvelles.

A LA COOPÉRATION EUROPÉENNE ⁽¹³⁾

Précédant l'entrée en vigueur de la directive sur les services d'investissement, deux marchés ont fait l'objet d'une reconnaissance par le ministre de l'économie, le Liffe (le 7 mars 1995) et le Belfox (26 avril 1995). Depuis l'entrée en vigueur de la directive mettant fin à la procédure de reconnaissance individuelle par les marchés réglementés européens, certains Etats membres ont notifié la liste de leurs marchés réglementés.

Pour la France, une loi relative aux relations financières avec l'étranger a fixé la liste des marchés réglementés français et le 3 janvier 1996 et le Conseil des ministres a adopté le projet de loi de modernisation des activités financières qui transpose la directive sur les services d'investissement.

La directive relative à l'adéquation des fonds propres a été transposée en droit français pour les établissements de crédit et les compagnies financières par le Comité de réglementation bancaire dans son règlement CBR n° 95-02 qui s'appliquera à compter du premier semestre 1996. Elle devra l'être pour l'ensemble des entreprises d'investissement par l'autorité compétente.

La proposition de directive relative à l'indemnisation des investisseurs clients des entreprises d'investissement doit être approuvée par le Parlement européen, le Conseil de l'Union européenne ayant, le 23 octobre 1995, adopté une position commune à son égard. Les travaux du groupe des présidents des Commissions de valeurs mobilières européennes se sont centrés sur l'ouverture du marché unique européen et notamment l'organisation de la coopération liée à la transposition des directives. Dans ce cadre un groupe d'experts a été sollicité pour mettre en place des solutions pratiques concernant l'exercice des missions d'enquêtes au sein du marché unique.

⁽¹³⁾ Cf. *Cb. VI* p. 188

B LA COOPÉRATION BILATERALE ⁽¹⁴⁾

L'échange de savoir faire, l'accompagnement du développement international des émetteurs et l'intégrité du marché ont représenté les grandes orientations de cette coopération.

La COB a développé son assistance aux Commissions de création récente par envoi d'experts, organisation de stage ou analyse de projets de textes, les bénéficiaires en ont été les représentants de la Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest, de Lettonie, du Liban, de la République Tchèque et de Russie.

A l'occasion de la privatisation de la société Péchiney la SEC a accepté de faire bénéficier l'émetteur et les membres du syndicat de placement du régime prévu dans la dérogation générale aux règles 10b-6, 10b-7 et 10b-8 du Securities Exchange Act de 1934 bien que ce régime soit initialement réservé aux placements portant sur des titres de sociétés retenues dans la composition de l'indice CAC 40 ⁽¹⁵⁾.

Pour développer la coopération en matière de surveillance des marchés, la Commission a conclu un accord d'échange d'informations avec l'Australian Securities Commission, le 14 mars 1995. Elle a également procédé à un échange de lettres avec la Commission des valeurs mobilières allemande pour faciliter la mise en oeuvre des échanges d'informations entre les régulateurs français et allemand.

Les échanges d'information se sont intensifiés au sein de l'espace économique européen. Ils ont porté sur tous les aspects de la surveillance du marché et sur les conditions d'exercice, par des professionnels, d'activités financières à l'intérieur de l'espace européen.

La coopération dans le cadre des enquêtes se développe régulièrement. En 1995, la COB a reçu 92 demandes d'enquêtes (50 en 1994) et en a présenté 106 (103 en 1994). C'est la coopération avec le Royaume-Uni (26 demandes reçues, 35 présentées) et les Etats-Unis (10 demandes reçues, 15 présentées) qui reste la plus importante.

La Commission a eu recours à la coopération internationale pour près du quart de ses enquêtes. Ses demandes portent essentiellement sur l'utilisation d'informations privilégiées, le démarchage irrégulier et les problèmes de marché. Les demandes reçues portent sur la transmission d'information sur les intermédiaires, l'assistance technique, le démarchage, l'utilisation d'informations privilégiées

C LA COOPÉRATION MULTILATÉRALE

La tenue à Paris de la Conférence annuelle de l'Organisation internationale des commissions de valeurs mobilières a été marquée par l'adhésion de quatre nouveaux membres : la Commission de réglementation des valeurs de Chine, la Commission des valeurs et du marché financier de la fédération Russe, le Comité du marché financier de Grèce et la Commission du Bangladesh.

⁽¹⁴⁾ Cf. *Cb. VI p. 185.*

⁽¹⁵⁾ *Echange de lettres COB/SEC du 7 juin 1994, Bulletin mensuel de la COB n° 281 de juin 1994*

Le Comité technique de l'Organisation poursuit ses travaux sur deux thèmes majeurs : la maîtrise des risques et l'harmonisation comptable internationale. En outre, le groupe de travail sur la gestion collective a poursuivi l'élaboration d'un projet d'accord de reconnaissance mutuelle permettant la commercialisation internationale des produits d'épargne collective. Ce travail est fondé sur les dix principes approuvés à Tokyo qui doivent servir de cadre à la réglementation des organismes de placement collectifs (collective investment schemes). Ces principes donnent également des orientations aux professionnels en ce qui concerne les normes que doivent respecter les organismes de placement collectifs qui veulent faire appel aux marchés internationaux.

■ La maîtrise des risques

Les régulateurs boursiers ont fait une démarche particulière pour développer une meilleure coordination face aux crises.

Ils ont continué à coopérer avec les régulateurs bancaires dans le domaine de la maîtrise des risques associés aux produits dérivés.

■ La coordination des régulateurs boursiers face aux crises

Les représentants des autorités de régulation de 16 pays responsables de la surveillance des marchés à terme, se sont réunis à Windsor au Royaume-Uni, les 16 et 17 mai 1995. Ils ont passé en revue les conséquences récentes et les implications en matière de régulation du volume croissant des transactions internationales sur des marchés dérivés de plus en plus interdépendants du fait de participants communs et de produits liés.

Cinq questions ont plus particulièrement été abordées : la coopération entre les autorités de marché en matière d'échange d'informations sur les participants les plus importants, leur exposition aux risques et leur emprise sur le marché ; la protection des positions et avoirs des clients afin de la rendre plus cohérente entre les différents marchés et différents pays et en vue de limiter les pertes des donneurs d'ordre lors de la défaillance d'un intermédiaire ; les procédures de défaillance des intermédiaires, en particulier le développement de règles de bonne conduite pour le traitement des positions, la rapidité de l'échange d'informations entre régulateurs lors d'une défaillance, et le cantonnement du problème chez le membre défaillant ; les modalités pratiques de la coopération entre régulateurs en situation d'urgence ; la coopération entre régulateurs boursiers et bancaires.

Pour la maîtrise des risques sur produits dérivés, deux recommandations nouvelles ont été adoptées .

▲ *l'une, sur la notification des activités aux régulateurs.* L'exigence de notification devra s'appliquer aux principaux intermédiaires actifs sur les grands marchés internationaux. Tous les régulateurs membres du Comité technique de l'OICV et du Comité de Bâle s'engagent à la mettre en oeuvre.

▲ *l'autre, sur la diffusion publique des informations.* Le rapport fait des recommandations pour améliorer l'information qualitative par des développements sur la politique de gestion des risques de marché et compléter l'information quantitative sur les revenus détaillés des diverses activités de marché, les pertes sur différents produits, le niveau d'exposition aux risques.

Les régulateurs bancaires ont actualisé leurs propositions de règles prudentielles.

Une modification importante par rapport aux propositions d'avril 1993 a consisté à offrir une option : il est désormais possible d'utiliser soit les modèles internes de mesure des risques de marché, soit les normes standard d'exigence de fonds propres.⁽¹⁶⁾

En outre, la directive européenne sur l'adéquation des fonds propres a fait l'objet de dispositions interprétatives pour permettre la prise en compte des modèles internes d'évaluation des risques à des fins de calcul des exigences de fonds propres et sous certaines conditions. Le Comité technique de l'OICV a pris acte de ces évolutions et des travaux ont été entrepris pour tester les modèles de mesure d'exposition aux risques. Cependant, à la lumière des réflexions résumées dans ce document, de l'importance majeure des exigences de capital pour couvrir le risque de marché du manque de données relatives à la fiabilité de ces modèles en pratique et de la nécessité d'attendre les résultats des initiatives actuelles telles que celles du groupe d'orientation des dérivés aux Etats-Unis, le Comité technique n'a pas estimé opportun d'établir un calendrier de passage à l'utilisation des modèles pour mesurer les exigences de couvertures des risques de marché applicables aux intermédiaires de marché.

Un groupe de travail associant les régulateurs de marché, de banque et d'assurance étudie l'amélioration de la surveillance des conglomérats financiers.

■ L'harmonisation comptable internationale ⁽¹⁷⁾

Le Comité technique de l'OICV poursuit sa collaboration avec le Comité des normes comptables internationales (IASB) afin d'accélérer le processus d'harmonisation des normes comptables : un calendrier de travail commun de l'IASB et de l'OICV a été arrêté à Paris, en juillet 1995, assorti d'une reconnaissance de fait de 14 normes de l'IASB par l'OICV. Cette reconnaissance des normes en favorise l'application. Dans cette optique, l'OICV, se prononce progressivement sur les 30 thèmes-clés, déterminés conjointement en octobre 1993, qui constituent "les éléments essentiels d'un ensemble raisonnablement complet de normes comptables" ("core standards").

Ce calendrier conjoint prévoit l'adoption progressive des normes nouvelles ou révisées, d'ici à l'an 2000.

En outre, la Commission européenne a marqué son intérêt pour cette démarche en s'y engageant également. Cette décision s'est traduite en 1995 :

- ▲ par l'abandon de l'idée de créer un organisme européen de normalisation comptable d'une part ;
- ▲ d'autre part, par la constitution, en fin d'année, d'un Comité d'urgence chargé, au sein du Comité de contact, d'examiner la conformité des normes de l'IASB avec les directives, en concertation avec les régulateurs européens.

La COB assure aux côtés du CNC la représentation de la France au sein de ce Comité. La Commission considère que les travaux du Comité de contact doivent porter en priorité sur les comptes consolidés des grandes entreprises, en particulier des sociétés faisant appel public à l'épargne.

Sur le plan national, la COB recherche une meilleure coordination de l'expression française. Elle a manifesté sa faveur à toutes les solutions facilitant l'application, par les entreprises françaises des normes de l'IASB.

⁽¹⁶⁾ Voir *Cb. VI p. 205.*

⁽¹⁷⁾ Cf. *Cb. VI p. 198.*

Le programme d'action de la COB

I - ADAPTER NOTRE RÉGULATION AUX MARCHÉS 2001

La place financière de Paris est, plus que jamais, partie intégrante d'un marché financier ouvert et concurrentiel. L'entrée en vigueur de la directive sur les services d'investissement, et de celles qui l'accompagnent, donne naissance à un marché unique de services financiers, qui complète la liberté de circulation des capitaux et préfigure l'instauration de la monnaie unique. De plus, les progrès technologiques vont croissant et favorisent plus encore la fluidité de l'épargne; tout cela oblige les acteurs des marchés à multiplier les initiatives, nouer des alliances et adapter leur offre.

Face à cela, le régulateur doit s'interroger sur son rôle et sur la modalité d'exercice de sa mission protectrice de l'épargne. Il doit également concevoir son action de telle manière que l'association de la compétitivité et de la sécurité soit un facteur de développement de la Place de Paris.

■ Le renforcement de l'assise de la Commission

Le projet de loi de modernisation des activités financières, tend à renforcer les fonctions de régulation et les missions de la Commission. Celle-ci voit son indépendance posée en principe. Son organe délibératif repose sur le principe de collégialité et de pluridisciplinarité notamment par la présence de personnalités qualifiées en matière d'appel public à l'épargne, proposées par les présidents des assemblées constitutionnelles, d'un représentant du Conseil national de la comptabilité aux côtés de représentants des ordres juridictionnels, de la Banque de France et du Conseil des marchés financiers. Cette indépendance s'incarne dans un positionnement plus clair au sein de l'Etat, qui permet désormais aux commissions des finances du Parlement d'entendre le président de la Commission et à celui-ci de demander à être entendu. Dans le même esprit, un représentant du Ministre de l'Economie et des Finances peut être entendu par la Commission et soumettre toute proposition à sa délibération, hors le champ des affaires individuelles.

La Commission doit rester un régulateur fort et proche des marchés. Par le maintien de ses fonctions opérationnelles, son rôle de suivi des marchés réglementés et sa connaissance des acteurs, elle exerce sa mission avec le souci de concilier le respect de la sécurité des marchés et la promotion de leur compétitivité.

■ La nouvelle dimension des marchés

La notion de marché va considérablement évoluer avec l'entrée en vigueur de la directive sur les services d'investissement qui mettra fin à un double monopole : celui des sociétés de bourse pour la négociation de valeurs mobilières et de la Bourse de Paris qui devient un marché réglementé, parmi d'autres, placé en situation de concurrence.

Dès lors, tout intermédiaire financier agréé, entreprise d'investissement ou établissement de crédit, fournissant des services d'investissement, français ou européen, peut négocier sur le marché réglementé ou en dehors de celui-ci (à un autre prix), tout type d'instruments financiers. Une obligation de concentration des ordres sur un marché réglementé demeure, à laquelle il pourra être dérogé en fonction du volume de l'ordre, du statut de l'investisseur, des conditions de déclaration de la transaction et de sa transparence.

Face à ce nouveau mode de fonctionnement, le régulateur doit répondre à trois défis:

- ▲ préserver au maximum la sécurité et la transparence des transactions réalisées sur et en-dehors du marché réglementé afin que les investisseurs soient toujours en mesure d'intervenir sur le marché en pleine connaissance de cause ;
- ▲ permettre aux marchés réglementés de l'Espace économique européen (EEE), reconnus d'office, de fonctionner librement en France dans les mêmes conditions que les marchés réglementés français et sous réserve de dispositions relatives à la protection de l'épargne (information des investisseurs, délocalisation d'écrans de négociation...);
- ▲ être en mesure d'assumer sa mission de surveillance du bon fonctionnement et de l'intégrité des marchés, afin de détecter et de réprimer les infractions boursières, en disposant des informations nécessaires sur les transactions réalisées sur des marchés réglementés et en-dehors de ceux-ci, en France ou dans le reste de l'Espace économique européen.

■ L'adaptation de la règle dans l'intérêt de l'investisseur

L'entrée en vigueur de la directive et le nouveau cadre qu'elle instaure invite à une réflexion sur la modulation des règles applicables aux acteurs de la place en fonction de leur degré de professionnalisme, et de proximité du marché.

Ainsi, les grands principes déontologiques de primauté de l'intérêt du client et du respect de l'intégrité du marché, que consacre un article phare du projet de loi de modernisation des activités financières, devront être appliqués, afin d'éviter toute lourdeur inutile, en tenant compte de la compétence professionnelle, en matière de services d'investissement, de la personne à laquelle le service d'investissement est rendu.

La réglementation française fait déjà intervenir certaines modulations des règles suivant la qualité de l'investisseur, notamment en matière de diffusion de la note d'information du MATIF et du MONEP.

Cette démarche peut être étendue par la définition de la notion d'investisseur averti, à l'instar des Etats-Unis, pour certains domaines de la régulation. Cette notion recouvre l'investisseur présumé suffisamment informé et expérimenté pour pouvoir évaluer les mérites et les risques du produit proposé.

La notion d'investisseur averti :

Elle regrouperait les professionnels agréés et contrôlés, certaines personnes morales (par déclaration propre ou en fonction d'un montant d'actifs gérés) voire certaines personnes physiques en fonction de critères patrimoniaux.

Par professionnels agréés et contrôlés, on entendrait notamment : - les caisses de retraite, à certaines conditions ; les compagnies d'assurance ; la Caisse des dépôts ; les établissements de crédit agissant pour leur compte et au titre d'un mandat de gestion donné par un investisseur averti ; les sociétés de bourse agissant pour leur compte et au titre d'un mandat de gestion donné par un investisseur averti ; les entreprises d'investissement agréées, notamment les sociétés de gestion d'actifs pour compte de tiers (SGP, sociétés de gestion d'OPCVM).

La détermination des personnes morales pourrait se faire selon un critère subjectif : l'acheteur est suffisamment expérimenté, l'opération est alors soit précédée d'une déclaration de l'acheteur qui se déclare "averti", soit selon un critère objectif : ce pourrait être le montant des actifs financiers, à déterminer en fonction de la population de personnes morales que l'on souhaite comprendre parmi les investisseurs avertis.

Une extension à certaines personnes physiques peut être envisagée, par exemple, selon des considérations patrimoniales (disposition d'un patrimoine supérieur à un montant minimum investi en valeurs mobilières) ou de revenu, ou encore de taille minimale de la transaction.

L'intermédiaire agréé pourrait être le pivot de l'utilisation de la notion d'investisseur averti; il lui appartiendrait de vérifier la pertinence de la modulation de l'application de la règle à son client.

Une première application serait la facilitation des conditions d'émission dont la souscription est réservée à ce type d'investisseurs, l'assouplissement des règles de démarchage et l'extension de la commercialisation des OPCVM français et étrangers.

■ Rendre l'information financière accessible en temps réel

Poursuivant sa mission d'amélioration de l'information, la Commission s'est attachée en 1995 à promouvoir de nouveaux moyens de communication, tels la banque des communiqués, ou le document de référence, pour permettre aux émetteurs de maîtriser le contenu de l'information qu'ils diffusent et aux investisseurs d'avoir un accès direct à cette information.

Le développement des modes de communication en réseaux a conduit un grand nombre d'émetteurs à s'intéresser à de nouveaux supports de diffusion de l'information financière.

Ainsi, l'idée de constituer une documentation de référence composée d'ensembles homogènes correspondant à un ou plusieurs chapitres du document de référence et d'autres éléments publics (statuts, résolutions et procès-verbaux d'assemblées générales...) devrait s'imposer progressivement. L'actualisation "par casiers" de certaines parties (comptes semestriels, éléments trimestriels...) permettrait à l'investisseur de disposer en continu d'une information financière approuvée par la Commission. Cette documentation de référence, serait le socle d'information financière à partir duquel l'émetteur pourrait procéder à toutes les opérations envisageables en remplissant aisément les exigences d'information puisqu'il ne lui resterait à composer qu'une note d'information pouvant être visée par la Commission sous 48 heures.

Existant sous forme informatique, cette documentation de référence pourrait être aisément modifiable, consultable et éditable auprès de la société ou dans un autre lieu.

■ Une action internationale pour la transparence et la sécurité

Si les directives ouvrent la concurrence entre intermédiaires et entre marchés, tel peut être également le cas entre régulateurs. En effet, une place financière peut très rapidement être compétitive si elle décide de jouer la carte du "moins disant réglementaire". Cette option n'est sans doute attractive qu'à court terme.

La place de Paris a fait le choix inverse en plaçant la transparence et la sécurité de nos marchés au coeur de sa compétitivité. Ce choix est relayé dans les enceintes internationales (OICV, groupes de travail européens...) pour harmoniser les règles de fonctionnement des grands marchés internationaux afin de garantir l'existence d'un socle minimal de mesures de protection des investisseurs et de bon fonctionnement des marchés. Par son action internationale la Commission veille à ce que les règles du jeu ne soient pas faussées au niveau international.

II - FAVORISER L'ÉVOLUTION DU DROIT DES SOCIÉTÉS COTÉES ET DE LEURS ACTIONNAIRES

Parmi les missions de la Commission figure celle de formuler des propositions de modifications des lois et règlements concernant les domaines de sa compétence et la Commission a pris des initiatives à cet égard, qu'il s'agisse de modifications de textes ou d'évolutions pratiques. Parmi les propositions faites dans les années récentes un certain nombre ont donné lieu à des évolutions législatives, notamment l'allègement des procédures d'émission, le renforcement des droits des associations d'actionnaires, l'encadrement du dividende majoré.

Pour l'avenir proche, l'équilibre entre les assouplissements justifiés par les évolutions du marché et la nécessaire protection des investisseurs va faire l'objet d'un examen à la demande du gouvernement et la Commission est prête à apporter sa contribution sur les aménagements qui pourraient être entrepris, particulièrement dans les quatre directions suivantes.

A FACILITER LES OPÉRATIONS FINANCIÈRES, TOUT ASSURANT LA PROTECTION DES INVESTISSEURS.

Les problèmes rencontrés soit à l'occasion d'émission soit à l'occasion de rachat par les émetteurs de leurs propres actions pourraient être résolus par des dispositions légales particulières.

Ainsi les émetteurs souhaitent réserver des émissions de titres de capital à une catégorie de public (fournisseurs, clients, franchisés). Une telle formule apparaît impossible aujourd'hui, mais pourrait être proposée sous réserve de l'assortir des exigences d'information permettant aux actionnaires d'autoriser l'opération en assemblée générale extraordinaire.

A ce titre, il serait utile de prévoir un **régime d'émissions** réservées à une catégorie de public sans avoir à énumérer les personnes destinataires lors de l'assemblée appelée à statuer.

Enfin, le texte qui permet de limiter les augmentations de capital assorties d'un droit préférentiel de souscription au montant des souscriptions recueillies à condition que le montant atteigne 75 % de l'émission pourrait être étendu aux augmentations de capital sans droit préférentiel de souscription. Deux conditions pourraient être imposées : que l'assemblée l'ait autorisé et que le projet qui sous-tend l'opération ne soit pas remis en cause, de ce fait.

En ce qui concerne les règles de régularisation des cours, il serait utile d'étendre les possibilités offertes par l'article 217-2 de la loi du 24 juillet 1966 qui permet à la société de racheter ses propres actions en vue de régulariser son marché, à tous les titres composés donnant accès au capital. Bien entendu le régime d'information applicable serait étendu à ces opérations.

Symétriquement la protection des actionnaires serait renforcée par l'interdiction faite à la société à l'article 217-9 d'avancer des fonds, accorder des prêts ou consentir une sûreté en vue de la souscription ou de l'achat de ses propres actions par un tiers, **directement ou indirectement**.

Enfin il pourrait être utile de favoriser les opérations de **rachat par les sociétés de leurs propres actions** en vue d'une réduction du capital, de même que **les opérations de scissions** qui semblent plus aisées à l'étranger qu'en France. Sans doute cette question soulève-t-elle principalement un problème fiscal.

Dans le but de mieux protéger certaines catégories d'investisseurs, la Commission s'est penchée à plusieurs reprises sur la situation des porteurs de certificats d'investissements. En 1994, elle avait souligné qu'ils étaient mal protégés par rapport à d'autres catégories de porteurs de titres ayant des caractéristiques propres, tels que les actions à dividende prioritaire sans droit de vote.

La Commission a préconisé l'adoption de dispositions législatives pour améliorer les textes relatifs aux certificats d'investissement en alignant les droits des porteurs sur ceux des titulaires d'actions à dividende prioritaire sans droit de vote et pour étendre la procédure de retrait obligatoire aux certificats d'investissement, selon des critères propres à ces titres (liquidité) afin d'offrir la possibilité de les faire disparaître de la cote.

B RENFORCER LA TRANSPARENCE DE CERTAINES PROCÉDURES

■ **Les conventions particulières.**

La Commission a eu à examiner dans le passé des problèmes d'information liés à l'existence de conventions particulières entre un administrateur et sa société mais le plus souvent entre deux sociétés d'un même groupe par laquelle l'une apportait des prestations à l'autre sans que les justifications nécessaires soient clairement données aux actionnaires sur l'intérêt des prestations et le montant des rémunérations en cause.

Le dispositif pourrait être amélioré : les conventions intervenant entre une société et un actionnaire détenant plus de 5 % du capital pourraient être soumises à l'autorisation du conseil d'administration et le rapport des commissaires aux comptes à l'assemblée des actionnaires devrait systématiquement comporter les indications permettant aux actionnaires d'apprécier l'intérêt qui s'attache à la conclusion des conventions analysées.

Lors de la réunion de l'assemblée autorisant la convention, l'actionnaire concerné ne pourrait prendre part au vote.

■ **Les options de souscription et d'achat d'actions réservées aux salariés.**

De nombreux débats ont eu lieu quant à la nécessité d'améliorer le système français de plans d'options (ou "stocks options"). Deux rapports ont été publiés sur le sujet : d'une part, un rapport en date du 16 mai 1995 rendu public par les sénateurs Arthuis, Loridant et Marini au nom de la Commission des finances du Sénat, d'autre part, un rapport que l'AFEP et le CNPF ont rendu public au début du mois de juin 1995.

Ces deux rapports ont formulé des propositions dont l'application devrait permettre d'assurer une plus grande transparence dans la mise en place et la gestion des plans.

Le rapport sénatorial préconise une modification des normes actuelles. Il a donné lieu, le 17 octobre 1995, au dépôt d'une proposition de loi au Sénat qui en reprend les principales orientations. Il est ainsi notamment proposé : qu'une information soit donnée dès lors qu'existe, dans un groupe, un plan au niveau de la société-mère ou des filiales, que celles-ci soient cotées ou non (l'information est actuellement limitée aux options accordées sur les actions de la société présentant le document) ; que soit interdit au conseil d'administration de consentir des options avant une échéance importante pour la société ; ou encore que le contenu et les modalités de diffusion des informations à donner par le conseil d'administration, lors de la création des plans, et par la suite, soient précisés.

Cette proposition de loi concerne en outre la définition du délit d'initié en insérant un second alinéa à l'article 10-1 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 afin de pouvoir, le cas échéant, qualifier d'initiés les personnes participant à la décision de consentir les options.

Elle prévoit également d'informer la Commission, dans les sociétés faisant appel public à l'épargne, des options consenties ou levées.

Le rapport AFEP-CNPF est guidé par le même souci de moralisation de la pratique des entreprises. Pour autant, ces recommandations ne conduisent pas à une réforme des dispositions légales et réglementaires actuelles, mais constituent un code de bonne conduite à l'usage des sociétés désireuses d'appliquer avec le plus de transparence possible le régime actuel.

Ce code de bonne conduite comprend 15 recommandations. Elles rappellent les règles générales à respecter pour agir conformément à la législation ; elles proposent des dispositifs pour prévenir les abus tant au niveau de l'entreprise que des bénéficiaires, et enfin, conseillent des mesures allant au-delà des textes afin d'améliorer la transparence du régime vis-à-vis des tiers.

Pour appuyer ces démarches et, tenant compte de l'état d'avancement des réflexions actuelles, la Commission a proposé de rendre nécessaire une **meilleure information** sur les plans d'options dans le contenu des documents qui lui sont soumis (prospectus soumis au visa ou document de référence enregistré) et d'inviter, par ailleurs, les émetteurs, en dehors du problème spécifique de l'information, à établir un code de bonne conduite pour prévenir **les risques de délit d'initiés**.

Au-delà des éléments d'information généralement fournis jusqu'à présent (nombre d'options, prix d'exercice, nombre de bénéficiaires), les sociétés sont invitées à préciser la part accordée aux dirigeants (nombre d'options destinées aux dirigeants, nombre de dirigeants concernés). Sont visés comme dirigeants les membres de l'équipe dirigeante, dont la définition est laissée à l'appréciation de l'émetteur lui-même, et qui peut correspondre, notamment, à un directoire, un comité de direction, un comité stratégique. Ainsi, les informations extériorisées ne sont pas individualisées.

La Commission est, par ailleurs, favorable à une réforme légale visant à "consolider" l'information concernant les options au sein d'un groupe, les actionnaires d'une société-mère devant être tenus informés des plans d'options sur actions mis en place dans les filiales, notamment des options que détiendraient les dirigeants de la société-mère dans ces sociétés. Cette information, donnée en temps utile aux actionnaires et selon les modalités préconisées par cette réforme, pourrait valablement figurer dans les prospectus visés, ou les documents de référence, afin qu'au-delà des actionnaires, l'information du public soit assurée.

Le respect, par les émetteurs et les bénéficiaires d'options, des recommandations du rapport AFEP-CNPF permettrait de prévenir les risques de délit d'initiés. *Il s'agit notamment de l'instauration de "fenêtres négatives" qui consistent, pendant certaines périodes sensibles (par exemple dans le mois précédant l'annonce des résultats ou, lorsque cela est possible, avant un événement important affectant la société) à veiller : pour les sociétés, à ne pas attribuer d'options ou racheter leurs actions aux fins d'alimentation des plans d'options ; pour les bénéficiaires d'options, à ne pas céder les actions obtenues par levée d'options.*

C PROTÉGER LES ACTIONNAIRES À L'OCCASION DES OPÉRATIONS DE RESTRUCTURATION

La Commission a préconisé d'améliorer la transparence de ces opérations en recourant à une attestation d'équité et à l'avis du conseil d'administration. Elle suggère également l'étude de certaines réformes législatives.

■ Améliorer la transparence de ces opérations.

Pour cela, la COB, à la suite d'une consultation de place, a suggéré le recours à **l'attestation d'équité** et la publication de l'avis du conseil d'administration lors de certaines opérations.

Depuis deux ans la COB a souligné son intérêt pour cette pratique qui consiste à donner une opinion indépendante en termes d'équité sur une opération financière afin d'éclairer les actionnaires notamment minoritaires. La responsabilité de la mise en oeuvre d'une telle procédure appartient au conseil d'administration. *La Commission relève que cette procédure apparaît particulièrement utile dans trois cas : dans les opérations financières intervenant entre des sociétés ayant un lien d'intérêt, soit de capital soit de relations commerciales fréquentes et importantes ; dans les opérations complexes où il est délicat d'identifier le prix de l'opération principale ; dans les opérations financières impliquant des sacrifices ou des abandons financiers de nature différente selon les porteurs de titres.*

En principe c'est la société cible de l'opération qui demandera l'attestation mais il n'est pas impossible que l'offreur souhaite la demander préalablement à son offre.

Cette attestation est destinée à être rendue publique. Elle comporte un certain nombre de renseignements, notamment les diligences effectuées par l'auteur (sources d'informations, documents analysés, vérifications effectuées...) ; les méthodes et critères d'évaluation mis en oeuvre ; l'analyse de l'aspect financier (intérêt, équité des sacrifices demandés) des opérations ; l'analyse de l'impact d'opérations sur la situation patrimoniale et les résultats de la société ainsi que les conséquences pour l'actionnaire ; la conclusion sur le caractère équitable des opérations.

Les experts habilités à produire ces attestations doivent être des auteurs qualifiés engageant par leur signature leur réputation et ne doivent pas se trouver avec l'émetteur pour lequel ils travaillent en situation d'incompatibilité ou de conflit d'intérêt.

L'avis du conseil d'administration lors de certaines opérations telles que l'offre publique de retrait, peut être intéressant à plusieurs titres : le conseil se prononcerait ainsi sur l'intérêt de l'opération pour la société et pour les actionnaires ; les conditions dans lesquelles le vote a été obtenu seraient rendues publiques ; il serait également l'occasion pour les administrateurs minoritaires de faire connaître leur position, voire leur désaccord, s'ils le souhaitent.

Le cas du retrait obligatoire constitue une opération boursière pour laquelle un avis du conseil de la société visée serait justifié ; il apparaît également que d'autres opérations importantes pour la vie boursière d'une société pourraient donner lieu à l'expression d'un avis par le conseil d'administration : c'est notamment le cas lorsque des sociétés font l'objet d'OPR, de garanties de cours ⁽¹⁸⁾, d'apports ou de fusion, d'émissions réservées.

La publication d'un tel avis présente un intérêt de principe puisque le conseil d'administration représente l'ensemble des actionnaires, qu'ils soient majoritaires ou minoritaires. Cet intérêt est renforcé lorsque le conseil comprend des administrateurs indépendants.

■ Etudier des réformes législatives

Pour étendre les cas d'OPA obligatoires. De nombreuses plaintes sont adressées à la Commission lorsqu'interviennent dans des sociétés des modifications statutaires significatives, la cession de la totalité ou du principal des actifs, la réorientation de l'activité sociale ou la suppression de toute rémunération des titres pendant plusieurs exercices. Les investisseurs se sentent prisonniers de leurs titres alors que la modification envisagée affecte profondément la substance de leur placement.

Les autorités de marché et de contrôle s'efforcent de convaincre le majoritaire de déposer une OPR mais il serait préférable de prévoir une obligation légale qui donnerait à l'article du règlement du Conseil des bourses de valeurs qui régit cette matière un caractère obligatoire et non facultatif. A la liste déjà prévue par le règlement du Conseil, on pourrait ajouter le cas de la réduction de capital à zéro.

Pour mieux encadrer certaines opérations de fusion. Les procédures de restructuration passant par le marché sont considérées comme beaucoup plus protectrices des droits des investisseurs que les opérations qui se déroulent en dehors même si celle-ci sont soumises au vote d'une assemblée générale d'actionnaires.

En particulier lorsque, dans une opération de fusion, l'une des sociétés partie à l'opération détient une participation majoritaire dans l'autre, les actionnaires de la filiale ont le sentiment que leur opinion est de peu de portée. La COB avait fait des suggestions dans le passé, par exemple, pour permettre aux minoritaires d'être entendus grâce à une consultation par les commissaires à la fusion des actionnaires représentant plus de 0,5 % du capital ou des droits de vote.

La Commission a constitué un groupe de travail avec les professionnels pour explorer les éventuelles modifications à apporter au droit des sociétés afin de mieux prendre en compte les particularités des sociétés cotées en matière de fusion et de mieux encadrer les conditions dans lesquelles un bloc de contrôle peut être échangé à un prix différent du cours de bourse.

A l'occasion de plusieurs opérations de restructuration financière, en effet, la Commission s'est interrogée sur la protection des intérêts des actionnaires minoritaires des sociétés contrôlées par un actionnaire majoritaire ou de référence.

La première de ces interrogations a trait aux opérations de fusion initiées par l'actionnaire majoritaire d'une société cotée, notamment quand l'actionnaire majoritaire est lui-même également une société cotée. Les conditions de vote en assemblée générale, telles qu'elles résultent de la législation actuelle, et le fait que l'initiateur de la fusion ne soit soumis à aucune obligation de lancer une offre d'achat préalable placent, dans les faits, l'actionnaire minoritaire de la société absorbée dans une situation d'absence de choix.

⁽¹⁸⁾ Un avis du conseil d'administration n'est prévu actuellement que dans les offres publiques d'achat et d'échange.

La seconde de ces interrogations concerne le changement de contrôle d'une société cotée par cession d'un bloc de titres, suivie d'une garantie de cours au profit des actionnaires minoritaires.

La Commission a été amenée à constater à plusieurs occasions que la recherche d'un cours sur le marché pour réaliser la cession ne se réalisait pas toujours dans des conditions satisfaisantes au regard des règles relatives à la manipulation de cours, voire à celles visant les opérations d'initiés.

Faciliter les conditions de fixation d'un cours sur le marché pour la cession d'un bloc de contrôle éviterait les écueils énoncés ci-dessus, mais une telle évolution n'irait pas dans le sens du libre jeu des offres et des surenchères en principe plus favorable aux intérêts des actionnaires minoritaires.

Ces deux interrogations ont comme point commun la question de la portée des offres publiques en tant que moyen de restructuration financière des sociétés cotées, ainsi que de protection des intérêts de leurs actionnaires minoritaires, et cela au regard d'une part du droit des sociétés (droit de la fusion), d'autre part du droit boursier (droit de la garantie de cours).

D UN MEILLEUR ÉQUILIBRE DES POUVOIRS DANS L'ENTREPRISE

L'internationalisation des marchés et la part croissante prise par l'épargne collective non résidente, en particulier anglo-saxonne, sur la place de Paris, tendent à accentuer les pressions sur le modèle français de répartition des pouvoirs dans l'entreprise.

Lors des entretiens annuels de la COB en novembre 1994, une table ronde avait été consacrée à ce problème, enrichie des réponses à la consultation de place "Marché 2001" qui prévoyaient une implication plus grande des investisseurs institutionnels français dans leur rôle d'actionnaires. A l'issue du débat qui avait permis de présenter les réflexions du rapport Cadbury au Royaume-Uni et de l'American Law Institute aux Etats-Unis, un groupe de travail constitué à la demande des présidents de l'AFEP et du CNPF avait été chargé sous la responsabilité de M. Marc VIENOT d'examiner dans quelle mesure la pratique française du "gouvernement des entreprises" appelait des évolutions.

Les principales orientations retenues par le rapport du groupe de travail ont été approuvées par la COB qui appuie la mise en oeuvre des recommandations faites.

Sur les missions et attributions du conseil d'administration, le rapport réaffirme l'attachement des membres du groupe de travail à la conception française du conseil d'administration selon laquelle l'action des administrateurs doit être inspirée par le seul souci de l'intérêt social de l'entreprise.

Toutefois, le conseil d'administration d'une société cotée est investi d'une mission particulière à l'égard du marché et doit tendre à la plus grande transparence : le rapport préconise, dans cet esprit, que le conseil rende son avis sur les conditions de réalisation d'opérations concernant les titres de la société, même lorsque la réglementation ne l'exige pas.

Il juge souhaitable que certaines opérations importantes, tout en étant de la compétence du conseil, donnent lieu à une délibération de l'assemblée générale en vue de recueillir son avis : le rapport cite à cet égard le cas des cessions significatives d'actifs ou d'activités.

Sur la composition du conseil d'administration, le rapport préconise la présence d'administrateurs indépendants, c'est-à-dire des personnes n'ayant pas un intérêt particulier à leur relation avec la société et qui seront ainsi réputées participer en toute objectivité aux travaux du conseil.

Le rapport fournit ainsi un certain nombre d'indications sur les critères de choix de tels administrateurs et, tout en considérant que c'est à chaque conseil de rechercher l'équilibre optimal de sa composition, estime qu'il est souhaitable que chaque conseil d'une société cotée comporte **au moins deux administrateurs indépendants**.

En revanche, il n'est pas favorable à l'existence de représentants de catégories spécifiques ni à la multiplication des participations croisées et administrateurs réciproques.

Les participations croisées peuvent avoir pour conséquence la représentation de chacune des sociétés concernées au conseil d'administration de l'autre. Le rapport, prenant acte des interrogations que peut susciter cette situation, considère que le conseil doit particulièrement veiller à ce que le nombre des mandats réciproques en son sein ne soit pas excessif.

La même recommandation s'applique en ce qui concerne la composition des comités (notamment du comité des rémunérations) constitués au sein des conseils de sociétés ayant des "administrateurs réciproques".

Le rôle joué par les administrateurs en place et par le président dans la recherche et la présentation à l'assemblée - qui les désigne - **des nouveaux administrateurs** est en pratique déterminant. Aussi, pour limiter les soupçons de cooptation qui peuvent peser sur les choix réalisés, et pour garantir la prise en compte de tous les éléments qui concourent à l'équilibre souhaitable de la composition du conseil, le rapport préconise la mise en place **d'un comité de sélection des administrateurs et des mandataires sociaux**.

D'une manière générale, le rapport estime que le conseil a le devoir de s'interroger périodiquement sur l'adéquation de ses moyens et de son organisation aux tâches et aux missions qui sont les siennes, et doit en rendre compte aux actionnaires.

Quant aux mesures à prendre, elles procèdent de deux approches :

- ▲ un rappel des droits et obligations des administrateurs ;
- ▲ la création de comités spécialisés au sein du conseil.

Les droits et obligations des administrateurs (la charte de l'administrateur)

Constatant que les droits et obligations des administrateurs, de quelque origine qu'ils procèdent (loi, usages...), ne font guère l'objet d'exposés systématiques, le rapport estime nécessaire que soit formulée sans équivoque une déontologie essentielle portant au minimum sur les points suivants :

- ▲ avant d'accepter ses fonctions, l'administrateur doit s'assurer qu'il a pris connaissance des obligations générales ou particulières de sa charge ;
- ▲ l'administrateur doit être actionnaire à titre personnel ;
- ▲ il doit avoir conscience de représenter l'ensemble des actionnaires et agir en toutes circonstances dans l'intérêt social ;
- ▲ il doit faire part au conseil de toute situation de conflit d'intérêt ;
- ▲ il doit consacrer à ses fonctions le temps et l'attention nécessaires ;
- ▲ il doit être assidu ;

- ▲ il a l'obligation de s'informer et, lorsqu'il n'a pas été mis en mesure de délibérer en toute connaissance de cause, il a le devoir de le dire au conseil et d'exiger l'information indispensable;
- ▲ il doit se considérer astreint à un véritable secret professionnel ;
- ▲ il doit, bien entendu, s'abstenir de toute opération d'initié.

Le rapport se déclare très favorable à la mise en place d'une organisation des travaux du conseil permettant leur approfondissement sans mobiliser l'ensemble de ses membres : **la création de comités spécialisés au sein du conseil** répond à cette préoccupation.

Aussi le rapport préconise-t-il que chaque conseil se dote au moins d'un comité de sélection des administrateurs, d'un comité de rémunérations et d'un comité des comptes, et qu'il informe les actionnaires, lors de l'assemblée générale annuelle, de l'existence de ces comités ainsi que du nombre de réunions qu'ils ont tenues au cours de l'année.

La Commission des opérations de bourse a pris connaissance avec intérêt du contenu de ce rapport auquel elle souscrit tant en ce qui concerne l'analyse dont il procède, qu'en ce qui concerne les orientations qu'il préconise. Tout ce qui y est suggéré peut être mis en oeuvre dans le cadre de la loi du 24 juillet 1966.

La voie tracée, entre un attachement renouvelé à la conception française des devoirs de l'administrateur au regard de l'intérêt social, et les perfectionnements auxquels son fonctionnement et l'organisation de ses travaux doivent donner lieu, apparaît à la fois positive et responsable.

L'approche déontologique privilégiée par le rapport a également la faveur de la Commission qui voit en elle le meilleur moyen de susciter l'adhésion à un dispositif qui doit, d'autre part, rester souple.

Reprenant l'idée selon laquelle le conseil d'administration doit périodiquement s'interroger sur son fonctionnement et sur l'adéquation de sa composition, de ses moyens et de son fonctionnement à ses besoins propres, et doit en rendre compte aux actionnaires, la Commission des opérations de bourse recommande qu'une information spécifique soit fournie sur ce sujet dans les documents de référence qui seront soumis à son enregistrement.

Toujours, à propos d'un meilleur équilibre des pouvoirs dans l'entreprise, la COB avait préconisé des modifications législatives qui mériteraient peut-être un nouvel examen, notamment **sur les sociétés en commandite**.

Sur l'indemnisation des commandités en cas d'opération de restructuration, sur la désignation et la rémunération des gérants, la Commission a suggéré des orientations qui pourraient être retenues pour modifier la loi.

- ▲ Si l'un des associés commandités est une personne morale : il conviendrait, d'une part, d'interdire une telle faculté à une société unipersonnelle à responsabilité limitée, d'autre part, d'obliger la personne morale à désigner un représentant personne physique soumis aux mêmes obligations et responsabilités que s'il était commandité en nom propre et d'interdire aux associés de la personne morale commanditée d'être également membre du conseil de surveillance de la SCA.

▲ L'indemnisation des commandités n'est pas un droit ; elle ne devrait être accordée que si une clause des statuts la prévoit et la modification de cette clause devrait donner lieu à l'intervention d'un expert indépendant qui pourrait expliquer dans un rapport le choix des évaluations retenues ; il serait nommé dans le cadre de la procédure légale déjà existante et systématiquement utilisée en cas de transformation, celle dite des avantages particuliers.

Concernant la nomination des gérants, la loi pourrait imposer la nomination par les commanditaires avec l'accord des commandités et pourrait limiter la liberté statutaire permettant d'écarter les commanditaires de la nomination de gérant.

III - PROMOUVOIR LA GESTION DE L'ÉPARGNE

Beaucoup de progrès ont été faits depuis plusieurs années pour assurer les conditions d'une gestion indépendante pour compte de tiers, garantissant l'épargnant contre les risques de conflits d'intérêt ou de confusion des responsabilités.

Dans ce contexte de sécurité croissant, la gestion collective pour compte de tiers est devenue un instrument actif de financement de notre économie dont le développement apparaît souhaitable tant pour les marchés financiers que pour la compétitivité nationale.

Pour la Commission des opérations de bourse cet atout doit être exploité en donnant aux sociétés de gestion d'OPCVM la capacité juridique de gérer l'ensemble des produits financiers destinés aux tiers.

En effet, à l'expérience le choix, dicté à la fin des années 1980 par des considérations déontologiques, de créer au sein des établissements à capacité multiple des structures spécifiquement dédiées à un objet exclusif, gestion d'OPCVM ou gestion de portefeuille est apparu peu satisfaisant. Dans certains cas, il a semblé favoriser le recours aux mécanismes de délégation de gestion au profit d'une autre entité ou de mise à disposition de moyens ; il a ainsi contribué à la multiplication de structures plus ou moins fictives qui engendrent des coûts et des risques d'opacité.

Par ailleurs, il ressort de plus en plus clairement des pratiques actuelles que la gestion d'actifs pour compte de tiers, que ce soit la gestion d'OPCVM ou la gestion de portefeuille sous mandat, constitue un même métier spécifique de l'intermédiation financière. Or, la solidité de cette industrie suppose qu'elle soit dotée de moyens propres et de la taille critique nécessaire pour générer des économies d'échelle et abaisser le seuil de rentabilité.

Aussi, la Commission souhaite-t-elle, depuis plusieurs années la constitution d'entreprises indépendantes et fortes ayant un objet social élargi à la gestion pour compte de tiers.

En 1995, ce projet a connu des avancées significatives tant dans les faits que dans les textes. Il doit continuer de progresser sur le fondement d'une mobilisation croissante des professionnels chargés de sa mise en oeuvre.

■ L'organisation de la gestion pour compte de tiers au sein des principaux établissements multicapitaires.

Il a paru utile à la Commission de dresser un panorama de l'organisation de la gestion collective au sein des groupes multicapitaires destiné à actualiser une précédente enquête réalisée, sur ce thème, en 1993. Celle-ci avait mis en lumière que bon nombre d'établissements multicapitaires géraient leurs OPCVM au sein du département agissant également pour le compte propre du groupe promoteur, que certains les géraient au sein de structures ad hoc non soumises à un statut particulier et que la filialisation intégrale de la structure de gestion d'actifs pour compte de tiers demeurait l'exception.

L'étude qu'elle a réalisée au cours de l'année 1995 révèle, à l'inverse, que le processus de réorganisation des activités de gestion au sein des groupes multicapitaires, certainement accéléré par l'impulsion donnée par la Commission depuis 1992, a aujourd'hui largement abouti.

La gestion de produits collectifs par des établissements sans statut a disparu; la séparation organique et fonctionnelle des activités de gestion pour compte de tiers d'avec celles pour compte propre de l'établissement promoteur a été mise en place dans tous les groupes concernés par l'enquête; la séparation hiérarchique est également bien avancée dans un grand nombre de cas; enfin, certains des groupes les plus importants en matière de gestion collective présentent aujourd'hui une structure complètement filialisée.

Dans l'ensemble, la grande majorité des établissements interrogés présente désormais une organisation conforme aux exigences réglementaires et déontologiques. Certains, même, ont déjà ébauché un modèle d'organisation susceptible d'accueillir la gestion "d'actifs financiers pour compte de tiers", englobant d'autres actifs que ceux des OPCVM et la tendance au regroupement de l'ensemble des gestions en un pôle unique s'affirme.

■ Le renforcement de l'industrie de la gestion de capitaux en France.

Le projet de loi de modernisation des activités financières vient confirmer l'ensemble des progrès accomplis par la Commission et les professionnels en élargissant l'objet de la société de gestion de portefeuille régie par l'article 23 de la loi n° 89-531 du 2 août 1984, appelée à être le véhicule privilégié de la gestion pour compte de tiers. Il constitue donc une étape importante dans le processus de confortation de l'industrie de la gestion de capitaux en France.

D'ores et déjà, pour ce qui les concerne, les professionnels ont entrepris de relayer cette évolution législative et l'ASFFI a ainsi choisi de généraliser le champ d'application de son code de déontologie à l'ensemble des gestions collectives, quels que soient leur taille et leur domaine d'activité. Les grands principes de déontologie financière y ont été également renforcés, notamment en matière d'obligation de moyen, de devoir d'information des clients et de prévention des conflits d'intérêts.

La Commission a demandé que le code intègre explicitement une recommandation d'utilisation des droits de vote par les gestionnaires et que les gestionnaires ne faisant pas usage systématique des droits de vote soient tenus de l'indiquer dans le rapport annuel de l'OPCVM.

La gestion devient ainsi un métier à part entière, qui gagne chaque jour en autonomie et qui s'affiche comme une profession distincte des métiers bancaires et de la négociation des titres. Il lui reste encore deux évolutions à réaliser sur le plan institutionnel.

La première correspond à l'exercice du métier lui-même : la filialisation généralisée de la gestion constituerait l'aboutissement des progrès accomplis et serait la traduction concrète de la nécessaire distribution déontologique entre la gestion pour compte propre et la gestion pour compte de tiers d'une part, et entre le gestionnaire et le dépositaire, d'autre part.

La deuxième vise à l'organisation de la régulation de cette activité à laquelle les professionnels de la gestion pourraient prendre une part plus active.

Favorable à ces évolutions, la Commission apportera son concours à la réflexion de place qui doit être conduite sur le sujet en 1996.

IV - MODERNISER NOTRE DISPOSITIF COMPTABLE

Alors que le recours croissant des entreprises françaises au marché international des capitaux se traduit par une diversification des référentiels utilisables, les soubresauts provoqués par la crise immobilière et par une période intense de restructuration industrielle ont donné lieu à des traitements comptables erratiques, et empreints d'une grande instabilité.

Bien qu'elle ne soit pas investie d'une mission de normalisation comptable, la COB ne peut assister indifférente à de telles évolutions qui nuisent à la qualité de l'information financière, à la crédibilité des dirigeants d'entreprise et de leurs auditeurs et, en dernier ressort, à la confiance que les épargnants placent dans les marchés financiers.

Aussi appelle-t-elle à une mobilisation visant l'amélioration de la situation, au plan national comme au plan international.

A COMPLÉTER ET AFFERMIR LE DISPOSITIF DE NORMALISATION COMPTABLE FRANÇAIS :

Sur le plan conceptuel, le principe de comparabilité dans le temps de l'information financière et l'observation d'une stricte vigilance dans l'interprétation des règles autorisant la modification des méthodes comptables, doit être réaffirmé avec vigueur.

Un des aspects essentiels de l'information financière est, en effet, de permettre à l'investisseur de mesurer les performances de l'entreprise, de les comparer dans le temps ainsi qu'avec celles des entreprises concurrentes.

Cette comparabilité, qui repose sur le principe de continuité de la société personne morale, suppose une certaine constance dans les méthodes d'évaluation utilisées selon un principe posé par l'article 11 du code de commerce. Ainsi, un changement de direction ne doit pas être l'occasion de faire peser sur les exercices passés ou sur celui qui s'achève, des charges ne lui incombant pas, dans le but de donner une image plus flatteuse des résultats futurs. De telles pratiques pourraient, en effet, constituer en quelque sorte, une rupture dans le principe de l'égalité entre les anciens et les nouveaux actionnaires et donner à penser au public que les comptes peuvent faire l'objet de manipulations. Elles pourraient, enfin, mettre en question la vigilance, voire la responsabilité des administrateurs dans la mesure où ceux-ci auraient approuvé des situations dont le caractère contradictoire n'aurait pas d'explication acceptable.

Par ailleurs, dans un contexte de mutations technologiques et financières, de nouveaux types d'opérations ou de pratiques sont apparues au cours des dernières années dont la traduction comptable doit être précisée afin de favoriser l'élaboration la plus rigoureuse possible des comptes.

Il convient en particulier de mieux appréhender la substance économique des éléments incorporels, des opérations de restructuration d'entreprises, ou des techniques de défaillance. A cet égard, la Commission a été conduite en 1995 à prendre position sur les conditions dans lesquelles les actifs incorporels identifiables sont susceptibles de faire l'objet d'un amortissement, et les incorporels non identifiables peuvent être imputés sur les capitaux propres de l'entreprise. (voir supra p. 16 et Ch. II p. 37 à 39.)

Sur le plan institutionnel, la réforme du CNC annoncée par le Ministre de l'Economie et que la COB a appelé à diverses reprises de ses vœux devrait permettre d'accélérer et d'améliorer le processus de normalisation en France. La normalisation comptable française par son système de partenariat mixte entre la puissance publique et les représentants des professions du chiffre (comptables d'entreprises, experts-comptables, commissaires aux comptes, analystes financiers....) constitue, en effet, un atout qu'il convient de préserver et de renforcer.

En ce domaine la COB s'est clairement exprimée en faveur d'un comité de réglementation comptable étroitement lié au CNC, assorti d'un pouvoir d'injonction. Elle préconise également la création en son sein d'un comité d'urgence, en mesure de trouver rapidement des solutions à des problèmes complexes.

B ASSEOIR LE RÔLE DES COMMISSAIRES AUX COMPTES :

La vigilance et le contrôle des commissaires aux comptes constituent une des garanties essentielles de la qualité de l'information dispensée et de la confiance des épargnants. Dotés d'un cadre normatif plus clair et adapté à notre temps, les commissaires aux comptes doivent s'interroger sur la nature des progrès qui peuvent être accomplis en vue d'assurer l'indépendance de leur jugement.

La COB entend, pour sa part, soumettre à la réflexion ouverte sur ce point par les professionnels deux pistes d'actions :

■ **L'affirmation de la responsabilité professionnelle dans l'ordre déontologique.**

Les travaux réalisés au cours du premier semestre 1995, dans le cadre de l'examen national d'activité, ont soulevé des questions d'ordre déontologique.

Dans une lettre adressée au président de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes, le président de la Commission a rappelé que les deux institutions ont, à diverses reprises, témoigné mutuellement de l'intérêt qu'elles portent à l'indépendance des commissaires aux comptes, et notamment lors de la préparation du rapport du groupe de travail présidé par M. Yves Le Portz.⁽¹⁹⁾ C'est la raison pour laquelle il a souhaité que les questions soulevées sur ces dossiers fassent l'objet d'un examen par le Comité national d'éthique "habilité à porter une appréciation et à émettre un avis sur les situations qui pourraient apparaître ambiguës au regard des principes d'indépendance".

⁽¹⁹⁾ Voir Rapport Annuel 1992 p. 63 à 65.

■ le renforcement par la création de comités d'audit des liens existants entre les commissaires aux comptes et le conseil d'administration.

Afin de renforcer de manière significative l'autorité et l'indépendance des auditeurs externes vis à vis de la direction de l'entreprise, la Commission a, dès 1983, préconisé la création d'un comité d'audit.

Cette démarche s'est trouvée confortée, en 1995, par les termes du rapport Viénot dont l'une des préconisations a trait à la constitution auprès du conseil d'un comité (le comité des comptes ou comité d'audit) dont les missions essentielles sont de s'assurer de la pertinence et de la permanence des méthodes comptables adoptées pour l'établissement des comptes consolidés et sociaux de l'entreprise, de vérifier que les procédures internes de collecte et de contrôle de l'information garantissent celles-ci et d'émettre un avis sur la nomination des commissaires aux comptes ainsi que sur la qualité de leurs travaux.

Dans la pratique, les résultats d'une étude effectuée par la COB au dernier trimestre 1995, auprès des sociétés composant l'indice CAC 40, montrent que le recours au comité d'audit se généralise. Ce sondage fait, en effet, ressortir que près des deux tiers de ces sociétés ont d'ores et déjà institué un comité d'audit le plus souvent qualifié de comité des comptes. Si certains de ces comités sont de création ancienne, près de la moitié ont été créés en 1995.

Composés en moyenne de cinq membres nommés sur proposition du conseil d'administration, ils agissent dans la moitié des cas sur indication du conseil et dans un cas sur quatre dans le cadre d'une charte définie à cet effet.

Leur compétence s'étend à l'examen des comptes semestriels et annuels, à celui des contrôles internes et externes, à la nomination des commissaires aux comptes et aux conditions de leur intervention, mais pas encore suffisamment à l'examen de leurs budgets.

La Commission souhaite l'approfondissement du mouvement ainsi engagé dans le respect d'un ensemble de principes :

▲ *claire définition de la compétence du comité,*

▲ *composition harmonieuse du comité qui doit comprendre au moins un administrateur indépendant,*

▲ *relation directe et aisée entre le comité et les commissaires aux comptes incluant un examen exhaustif du processus de leur désignation, de l'établissement de leur budget et de détermination des diligences détaillées devant figurer dans leur rapport.*

Le comité d'audit devrait ainsi faciliter les conditions d'exercice de la mission de commissaires aux comptes.

Paradoxalement, tandis qu'elle devrait renforcer la transparence de l'information financière, l'internationalisation des marchés confronte les entreprises au choix de normes comptables multiples et au problème de la permanence des méthodes, ce qui nuit à la cohérence des états financiers et rend plus difficile l'exercice du jugement des investisseurs.

A cet égard, la définition d'un référentiel internationalement reconnu permettant aux entreprises de n'établir qu'un seul jeu de comptes doit constituer une priorité pour l'ensemble des régulateurs mondiaux.

La COB, au travers de l'OICV, soutient depuis de nombreuses années les travaux d'harmonisation entrepris par l'IASC et la reconnaissance par l'OICV des normes établies par l'IASC en favorise l'application.

Deux décisions intervenues en 1995 font clairement ressortir l'irréversibilité du processus d'harmonisation internationale de l'IASC :

- ▲ d'une part, la reconnaissance d'un ensemble significatif de normes de l'IASC : Lors de sa XXème Conférence annuelle, réunie à Paris en juillet 1995, l'OICV a indiqué que, 14 des normes internationales existantes ne nécessitaient pas d'amélioration supplémentaire pour pouvoir être adoptées par les entreprises des Etats membres.
- ▲ d'autre part, la mise en place d'un calendrier conjoint pour l'application des normes de l'IASC prévoyant l'adoption progressive des normes nouvelles ou révisées, d'ici à l'an 2000.

Ces travaux doivent être poursuivis suivant une double priorité :

- ▲ le renforcement de la crédibilité et de l'efficacité de l'IASC qui doit reposer sur l'association plus étroite des professionnels concernés, notamment des entreprises, au processus de normalisation internationale;
- ▲ le développement de liens renforcés de l'IASC avec les autorités de l'union européenne en vue d'assurer la conformité du référentiel international et des normes comptables prévues par les directives.

Sur le plan national, la COB ne peut qu'encourager l'engagement du normalisateur comptable et des organisations professionnelles concernées vers une utilisation accrue de référentiel IASC. Dans cette optique, elle entend rechercher et favoriser toute solution facilitant l'application par les entreprises françaises des normes de l'IASC.

V - MIEUX MAÎTRISER LES RISQUES DE MARCHÉ

En 1995, les places financières ont enregistré plusieurs défaillances d'intermédiaires liées aux risques de marché. La banque anglaise Barings et la banque japonaise Daiwa ont été victimes des agissements mal contrôlés d'un de leurs employés.

Il ne serait ni réaliste, ni sans doute souhaitable de vouloir empêcher toute défaillance d'intermédiaire. Ce serait entraver le jeu du marché. L'objectif des régulateurs devant les défaillances de marché doit être double : éviter les conséquences systémiques ; protéger les épargnants des conséquences des faillites d'intermédiaires.

A LES RÉPONSES NATIONALES

1 - FAVORISER LE DÉVELOPPEMENT DES MARCHÉS ORGANISÉS

Quel que soit le développement des activités de gré à gré et même si on en encadre certaines modalités, la COB est favorable à ce que les besoins de couverture des agents non financiers ainsi que les interventions à motif de placement s'effectuent en priorité sur les marchés organisés. Ces derniers, du fait de l'existence d'une chambre de compensation, d'appels de marge quotidiens sur les positions des intermédiaires mais aussi des clients finaux, de règles de limites d'emprise ont en matière de sécurité une supériorité évidente. La place de Paris compte avec MATIF et MONEP deux marchés considérés comme sûrs et performants.

On a pu relever que l'affaire Barings a éclaté sur un marché organisé et non pas comme on aurait pu s'y attendre, sur le gré à gré. Il ne faut cependant pas oublier les cas du Comté d'Orange, de Procter and Gamble, et de Metallgesellschaft. Mais il faut surtout rappeler que précisément parce que les pertes ont pu être mutualisées, le risque systémique a été évité. Même le marché de Singapour a peu souffert de cet accident qui tient d'abord à la faiblesse (ou l'inexistence) d'un système de contrôle interne chez l'intermédiaire.

La France dispose de marchés organisés sûrs. Les principes qui ont permis leur essor doivent être maintenus : centralisation des transactions, transparence, garantie de bonne fin, chambre de compensation, système efficace de règlement livraison, dématérialisation des titres. C'est ainsi que lorsqu'il s'est agi d'adapter notre régulation aux particularités des entreprises jeunes en forte croissance, aucune de ces règles n'a été remise en cause.

2 - MIEUX ENCADRER L'ACTIVITÉ DES ENTREPRISES COTÉES SUR LES MARCHÉS DÉRIVÉS

Les entreprises sont des utilisateurs importants de produits dérivés. C'est pour satisfaire leurs besoins de couverture face aux risques de taux, de change ou de matières premières que ces produits se sont développés. Mais il importe que les partenaires de l'entreprise (actionnaires, contreparties...) soient informés de la nature de ses activités. C'est au titre de garant de la qualité de l'information donnée aux actionnaires des sociétés cotées que la COB intervient.

Une recommandation, mise en place en 1989 à la suite d'une réflexion de place indiquait quel était le cadre souhaitable de cette information. *Cette recommandation énonce des principes ambitieux et les précise d'une manière très complète. Elle demande aux sociétés dont les interventions sont les plus significatives d'exposer leurs stratégies financière, les limites de risques et la sensibilité aux risques de marché avec indication des modalités de calcul, de décrire les méthodes comptables utilisées, les positions à la date d'arrêté des comptes vis-à-vis des différents risques (taux, change et actions), ainsi que l'incidence sur la formation des résultats de ces interventions sur les marchés.*

Aujourd'hui, il est possible, après cinq années de mise en oeuvre de cette recommandation, de tirer les leçons des accidents intervenus - essentiellement à l'étranger - dans de grandes entreprises financières.

▲ En premier lieu, il apparaît que ces recommandations sont diversement suivies et que certains émetteurs préfèrent encore pratiquer la politique du silence. Or cette attitude, outre qu'elle nuit à la transparence des marchés, est souvent contreproductive. Elle peut être interprétée comme l'absence de couverture des risques existants, voire comme le signe d'une exposition aux risques excessive et que l'on désire cacher.

▲ En second lieu, les entreprises du secteur bancaire vont, elles, souvent au delà de ces recommandations. Une récente étude menée conjointement par l'OICV et le Comité de Bâle des régulateurs bancaires à partir des rapports annuels des intermédiaires financiers cotés souligne que les grandes banques françaises soutiennent favorablement la comparaison avec leurs homologues étrangers.

▲ Troisième leçon : la pertinence d'un cadre comptable trop strict est discutable pour ce type d'opérations. Les positions de marché évoluent en une journée et se focaliser sur celles enregistrées à la date d'arrêté de compte peut paraître illusoire. Par ailleurs, la notion de risque de marché contient une part de subjectivité qui la rend difficilement compatible avec les rigueurs de la comptabilité. Il importera donc à l'avenir de donner une plus grande importance aux aspects qualitatifs.

▲ Quatrième enseignement des accidents enregistrés : la maîtrise des risques sur produits dérivés est un problème de contrôle interne. Il importe que la hiérarchie contribue à l'élaboration de la stratégie d'intervention, soit informée des positions prises et en comprenne la portée. Au total, la maîtrise des risques de marché suppose une compréhension des actions entreprises par l'ensemble des dirigeants des sociétés en cause et une communication entre les acteurs concernés.

Enfin, il importe que les actionnaires soient informés des stratégies adoptées et à travers eux que les autres acteurs sur le marché puissent juger de la qualité de leurs contreparties.

C'est au vu de ces principes que la COB devra adapter son dispositif, en restant si possible dans le domaine de la recommandation, mais en recherchant la plus grande efficacité.

3 - ADAPTER LA RÉGULATION DE L'ACTIVITÉ DES OPCVM SUR LES MARCHÉS DÉRIVÉS

Les opérations à terme sont largement utilisées par les OPCVM français qui ont su mettre au service de leur gestion le développement des produits dérivés.

Le développement de ces opérations appelait en premier lieu des choix d'information comptable et financière. Ces problèmes ont été traités à travers le nouveau plan comptable des OPCVM et la nouvelle grille de classification applicables à compter du 1^{er} janvier 1994.

Restait à préciser le niveau de risque sur les marchés dérivés acceptable pour des instruments de placement offerts à un large public.

Un groupe de travail qui réunissait des représentants des professionnels (ASFFI, AFB) et des entreprises de marché (MATIF SA et SCMC/SBF) a fonctionné sous l'égide de la Commission de mars 1994 à avril 1995, afin de proposer un nouveau cadre réglementaire pour les opérations à terme réalisées par les OPCVM à vocation générale.

1. La réglementation actuelle est en partie obsolète

- ▲ Les textes actuellement en vigueur sont fondés sur une approche juridique des produits utilisés par les OPCVM, ce qui entraîne des distorsions de traitement entre des opérations ayant les mêmes effets économiques ;
- ▲ Les opérations à terme sur marché réglementé sont paradoxalement plus encadrées que les opérations de gré à gré, soit parce que ces dernières ne figurent pas dans le champ d'application de cette réglementation, soit parce que le traitement qui leur est réservé est moins rigoureux (swaps par exemple).
- ▲ Le dispositif actuel ne traite pas le risque de contrepartie lié à l'utilisation d'opérations à terme de gré à gré, bien que ce risque puisse porter sur une fraction très significative de l'actif.

2. Un nouveau dispositif devrait porter remède à ces lacunes sans gêner l'utilisation judicieuse des produits à terme.

Il s'articulerait autour de trois axes principaux :

- ▲ Le nouveau dispositif n'interdirait le recours à aucune des opérations actuellement utilisées par les OPCVM mais en assurerait un encadrement plus homogène ;
- ▲ Le risque de contrepartie lié aux opérations de gré à gré serait désormais limité ;
- ▲ Le dispositif d'ensemble doit être suffisamment simple pour être mis en place sans coût excessif et aisément suivi par les back-office des très nombreux OPCVM.

4 - CONTRIBUER À UNE MEILLEURE COMPRÉHENSION DE L'ACTIVITÉ DES AGENCES DE NOTATION

La notation a dès l'origine été encouragée en France par les pouvoirs publics. Dans ses principes, elle est en ligne avec les objectifs promus par la COB de transparence et de diffusion d'une information fiable sur les émetteurs.

Divers éléments sont de nature à renforcer son intérêt et à lui faire jouer un rôle accru : le développement des activités de marché de gré à gré et la nécessité d'évaluer la solvabilité des contreparties, les textes européens sur le capital des intermédiaires exigible pour couvrir les risques de marché, l'unification des marchés de taux en Europe après la mise en oeuvre de la monnaie unique qui renforcera le poids relatif du risque de signature et des organismes qui l'évaluent.

Il est essentiel que la notation se développe dans un climat de compréhension réciproque entre agences, émetteurs et investisseurs. Pour favoriser cette acclimatation, il importe que les méthodes des professionnels soient mieux connues, que leur application s'effectue dans les meilleures conditions de transparence et que les relations entre les agences et les émetteurs ainsi que la compréhension par les investisseurs de la signification de la notation soient clarifiées. L'approche de telles questions est certainement de nature déontologique.

B LES RÉPONSES INTERNATIONALES

La faillite de Barings a montré la dimension internationale des accidents de marché.

Les principaux régulateurs ont en mai dernier défini des axes d'action afin d'être à l'avenir mieux à même de faire face à une telle situation (déclaration de Windsor) :

- ▲ assurer une meilleure coopération entre marchés en termes d'échanges d'information ;
- ▲ mettre en place des procédures d'alerte en cas de crise ;
- ▲ mieux connaître, et si possible, harmoniser les mécanismes de garantie et de transferts de fonds à l'oeuvre dans les différents pays lors des défaillances d'intermédiaires.

La coopération internationale pour la maîtrise des risques doit dépasser les clivages institutionnels entre grandes catégories d'intermédiaires. La Commission des opérations de bourse a toujours favorisé le rapprochement entre l'Organisation internationale des commissions de valeurs mobilières (OICV) et le Comité de Bâle des régulateurs bancaires. La coopération entre ces deux organismes s'est intensifiée sur la période récente et devrait continuer à s'approfondir.

1 - AMÉLIORER LA SURVEILLANCE DES CONGLOMÉRATS FINANCIERS

La surveillance des conglomérats financiers doit constituer un thème majeur de coopération entre régulateurs. La communauté financière internationale s'en est emparé après les affaires Banco Ambrosiano et BCCI. Un groupe tripartite comprenant des représentants des organismes de régulation bancaires, financiers et des assurances a durant trois ans défini les différentes approches possibles du bon niveau de supervision, précisé les fonctions d'un régulateur de référence par entité et commencé à établir la liste des conglomérats. La poursuite de ces travaux sous les auspices en particulier du Comité de Bâle et de l'OICV va constituer une tâche essentielle des deux années à venir.

2 - METTRE EN OEUVRE DES PRINCIPES DE NOTIFICATION ET DE PUBLICATION DE L'ACTIVITÉ DES INTERMÉDIAIRES DÉFINIS AU PLAN INTERNATIONAL PAR LES RÉGULATEURS

En premier lieu, il s'agit de demander aux intermédiaires de notifier au régulateur prudentiel leurs activités par type de marché, de produits, d'échéance et de contrepartie.

Les recommandations communes du Comité de Bâle et de l'OICV vont être mises en oeuvre en France dès 1996 pour toutes les entreprises d'investissement par la Commission Bancaire. Elles permettront d'établir, sous l'égide de la BRI, une base de données internationale facilitant la connaissance des principaux acteurs et l'échange d'informations standardisées.

En second lieu, il convient d'encourager les intermédiaires à rendre publique l'information pertinente sur leur stratégie et les risques de marché qu'ils prennent. Une étude menée conjointement par le comité technique de l'OICV et le comité de Bâle a souligné que les banques françaises avaient sensiblement amélioré ces dernières années, l'information donnée dans leurs rapports annuels. C'est une politique constante de la COB que de demander aux banques et compagnies d'assurance d'aller au-delà des recommandations (89-01) faites à tous les émetteurs. Cette action sera poursuivie, en mettant en particulier l'accent sur le niveau de risques sous des hypothèses variées (scénarios, exposition au risque). Elle est importante pour les épargnants mais aussi pour la sécurité des contreparties sur les marchés de gré à gré.

3 - ENCOURAGER L'AMÉLIORATION DES CONTRÔLES INTERNES

L'enjeu est évident : la plupart, si ce n'est la totalité, des accidents recensés traduisent une défaillance du contrôle interne.

Les principes sont connus : séparation des activités de négociation et du contrôle, périodicité rapprochée des comptes rendus, bonne compréhension des équipes dirigeantes et implication de ces dernières dans la détermination de la stratégie. La difficulté, pour les régulateurs, réside dans le contrôle de l'efficacité de ces principes. En élaborant, avec les professionnels, des principes de contrôle interne, les régulateurs ont sans doute fait la partie la plus facile. Il convient aujourd'hui, toujours avec les professionnels, de les faire vivre sur des bases qui assurent, au quotidien, une compréhension et une maîtrise effective des risques.

4 - POURSUIVRE LE DÉBAT SUR LES RÈGLES EN CAPITAL

Ce thème a été un des premiers à faire l'objet d'une coopération entre régulateurs boursiers et bancaires. La difficulté à aboutir a tenu à la diversité des structures : coexistence de pays de banque universelle et de pays assurant une séparation entre métiers du titre et métier du crédit, définitions divergentes du capital, recherche et obtention en parallèle d'un accord entre européens pour la directive adéquation des fonds propres.

Aujourd'hui, ce dossier peut être repris. À côté de l'approche traditionnelle des exigences en capital, les régulateurs tant financiers que bancaires s'accordent en effet sur la nécessité d'incorporer et de généraliser l'usage des méthodes modernes d'évaluation des risques. Le Comité de Bâle a ainsi admis qu'il était possible d'utiliser, pour le calcul de la charge en capital soit sa méthode dite "standard" soit des modèles internes d'évaluation des risques mais avec un facteur multiplicatif de 3. L'usage des modèles est alors conditionné à un certain nombre de critères tant quantitatifs que qualitatifs.

L'Union européenne a donné une interprétation de la directive adéquation des fonds propres, applicable dès le 1er janvier 1996, qui va dans le même sens et qui retient les mêmes paramètres.

Le Comité technique de l'OICV a également entrepris une réflexion sur l'usage des modèles en mettant l'accent moins sur les règles en capital et davantage sur la bonne assimilation des modèles dans les procédures de contrôle interne. Un document a ainsi été rendu public en juillet 1994.

A l'avenir, il faudra continuer à progresser vers une approche commune du contrôle des risques. L'essentiel résidera dans la bonne compréhension réciproque des objectifs comme des méthodes et surtout dans l'emploi par les professionnels des méthodes les plus sûres de contrôle des risques de marché.

5 - RÉFLÉCHIR À L'IMPACT DE NOUVELLES TECHNOLOGIES

Le développement des réseaux de communication continue à s'accélérer. En particulier, l'accès à des marchés étrangers, le démarchage des épargnants vont se trouver facilités par la croissance rapide d'Internet. Il y a là un champ de réflexion pour les régulateurs qui devront l'aborder de façon concertée au niveau international.

EXÉCUTION DU BUDGET DE LA COMMISSION

Les recettes de fonctionnement de l'exercice 1995 se sont élevées à 118,9 millions de francs, en diminution de 9,28 % par rapport à l'exercice 1994 (131,1 millions de francs). Cette baisse très sensible des recettes de la Commission, due à la faiblesse de l'activité des marchés financiers, souligne la sensibilité de ses ressources.

En 1995, ces recettes proviennent pour 38,1 % de la redevance sur les émissions de valeurs mobilières et offres publiques d'achat, d'échange ou de vente, pour 49,70 % de la redevance assise sur les actifs nets des OPCVM, pour 9,47 % des recettes propres (ventes des publications, produits financiers, etc...) et pour 2,68 % de recettes exceptionnelles liées à l'organisation par la Commission de la XXème Conférence annuelle de l'OICV.

Les dépenses de fonctionnement ont atteint le montant de 137,1 millions de francs. Déduction faite des dépenses exceptionnelles liées à la conférence de l'OICV (6,7 millions de francs), elles auraient été de 130,4 millions marquant une progression de 2,30 % par rapport à l'exercice 1994.

Les dépenses de la section des opérations en capital ont totalisé (4,9 millions de francs) ; elles traduisent une légère baisse des investissements de la Commission par rapport à 1994 (5,08 millions de francs) notamment de ses investissements informatiques. En produits ont été constatés des amortissements pour 7 millions de francs et des recettes diverses en capital pour 0,2 million de francs.

L'exécution du budget 1995 conduit à effectuer un prélèvement sur le fonds de roulement de 15,9 millions de francs, alors que l'exercice 1994 s'était traduit par une augmentation du fonds de roulement de 5,3 millions de francs.

Au 31 décembre 1995, la Commission comportait 226 agents, pour un effectif budgétaire total de 231 personnes.

RAPPORT

Sommaire**CHAPITRE I : L'ÉVOLUTION DU MARCHÉ****I - LE MARCHÉ EN 1995** P 69

A - LE MARCHÉ DES VALEURS MOBILIÈRES

B - LES MARCHÉS DÉRIVÉS

C - LA MONTÉE DES RISQUES

II - LA STRUCTURE ET LE FONCTIONNEMENT DES MARCHÉS P 73

A - LES BOURSES DE VALEURS

B - LA MISE EN PLACE DU NOUVEAU MARCHÉ

C - LES MARCHÉS DÉRIVÉS

D - RÉFLEXIONS SUR LA SECURITÉ DE PLACE

III - L'INTERMÉDIATION BOURSIÈRE EN 1995 P 92

A - LE NOMBRE DE SOCIÉTÉS DE BOURSE EN ACTIVITÉ

B - L'ACTIVITÉ DES SOCIÉTÉS DE BOURSE

C - LES RÉSULTATS

D - LE RENFORCEMENT DE LA SPÉCIALISATION

IV - LE DÉVELOPPEMENT DE L'ACTIONNARIAT : ÉTUDE SOFRES P 95

A - LES ACTIONNAIRES

B - LES DÉTENTEURS D'OBLIGATIONS

C - LES DÉTENTEURS D'OPCVM

D - LES DÉTENTEURS DE CONTRATS D'ASSURANCE-VIE

E - LE COMPORTEMENT DES ACTIONNAIRES

CHAPITRE II : LA TRANSPARENCE DU MARCHÉ

I - L'INFORMATION PERMANENTE P 102

A - LA BANQUE DES COMMUNIQUÉS

B - LE DOCUMENT DE RÉFÉRENCE DEVIENT UN OUTIL
DE COMMUNICATION

II - L'INFORMATION PÉRIODIQUE P 103

III - LES QUESTIONS COMPTABLES P 104

A - LES CHANGEMENTS DE MÉTHODE

B - L'UTILISATION DE RÉFÉRENTIELS ÉTRANGERS

C - LA COMPTABILISATION DES ACTIFS INCORPORELS
DANS LES COMPTES CONSOLIDÉS

D - LES VARIATIONS DU PERIMÈTRE DE CONSOLIDATION

E - LE TRAITEMENT DES ÉCARTS DE CONVERSION
DANS LES COMPTES CONSOLIDÉS

F - LES FRAIS DE RECHERCHE ET DE DÉVELOPPEMENT

G - LES PROVISIONS POUR RETRAITE

H - LA COMPTABILISATION DES BONI DE FUSION
DANS LES COMPTES SOCIAUX

I - L'ARRÊTÉ DES COMPTES DANS LES SOCIÉTÉS ANONYMES COTÉES

IV - L'AMÉLIORATION DE L'INFORMATION COMPTABLE P 114

A - COLLABORATION AVEC LE CONSEIL NATIONAL
DE LA COMPTABILITÉ (CNC)

B - COLLABORATION AVEC LES ORGANISATIONS PROFESSIONNELLES

V - LE CONTRÔLE DE LA FIABILITÉ DES COMPTES P 122

CHAPITRE III : LA PROTECTION DES ÉPARGNANTS

I - LA PROTECTION DES ACTIONNAIRES

P 125

A - BILAN DES PRIVATISATIONS

B - BILAN DES TECHNIQUES D'INTRODUCTION SUR LE SECOND MARCHÉ

C - INSCRIPTION AU HORS-COTE A L'INITIATIVE D'UN MINORITAIRE

D - À L'OCCASION DES OFFRES PUBLIQUES

E - À L'OCCASION DES RETRAITS OBLIGATOIRES

II - LA PROTECTION DES OBLIGATAIRES

P 134

A - DÉCISION DE LA COUR DE CASSATION DU 13 JUIN 1995
DANS LE LITIGE OPPOSANT LA SOCIÉTÉ MÉTROLOGIE
INTERNATIONAL À DES PORTEURS D'OBLIGATIONS
REMBOURSABLES EN ACTIONS (ORA)

B - DÉCISION DE LA COUR D'APPEL DE PARIS CONCERNANT
LE DOSSIER TUFFIER

III - LA PROTECTION DES PORTEURS D'OPCVM DE LA BANQUE PALLAS STERN

P 136

IV - LES RÉPONSES AUX PLAINTES REÇUES A LA COB

P 137

A - LES CONDITIONS DE LIVRAISON DES TITRES
LORS DU DÉTACHEMENT DU COUPON DE DIVIDENDE

B - LA GESTION DE PORTEFEUILLE

C - DEMANDE DE SUSPENSION DES COTATIONS DE L'ACTION EUROTUNNEL

CHAPITRE IV : L'INTÉGRITÉ DU MARCHÉ

I - LA SURVEILLANCE DU MARCHÉ

P 139

A - LES RECHERCHES D'INFRACTIONS

B - LA SURVEILLANCE DES OPÉRATIONS DE PRIVATISATION

C - ENQUÊTES RELATIVES AUX SOCIÉTÉS DE GESTION
DE PORTEFEUILLE

D - ENQUÊTES LIÉES AUX ACTIVITÉS DE DÉMARCHAGE

E - ENQUÊTES SUR LES SOCIÉTÉS CIVILES DE PLACEMENT IMMOBILIER

F - ENQUÊTES SUR LES OPCVM

G - LA COOPÉRATION INTERNATIONALE

II - LES DÉCISIONS DE SANCTION ADMINISTRATIVE

P 146

A - PROCÉDURES DE SANCTION À L'ENCONTRE DE LA SOCIÉTÉ
WELCOM INTERNATIONAL ET DE M. W.
(DÉCISIONS DU 1^{ER} JUIN 1995)

B - PROCÉDURE DE SANCTION À L'ENCONTRE DE
LA SOCIÉTÉ HFP (DECISION DU 11 AVRIL 1995)

C - PROCÉDURE DE SANCTION À L'ENCONTRE DE
M. O. (DÉCISION DU 2 DÉCEMBRE 1995)

III - LES DÉCISIONS DU CONSEIL DE DISCIPLINE DES OPCVM

P 150

IV - LES DÉCISIONS JUDICIAIRES

P 152

A - DÉCISION DE LA COUR DE CASSATION DU 26 JUIN 1995
CONCERNANT LA BANQUE DE L'UNION EUROPÉENNE

B - DÉCISION DE LA COUR DE CASSATION DU 14 NOVEMBRE 1995
CONCERNANT LE DOSSIER DEHAYE - BEAUX SITES

C - DÉCISION DE LA COUR DE CASSATION DU 26 OCTOBRE 1995
DANS LE DOSSIER PECHINEY - TRIANGLE INDUSTRIES

CHAPITRE V : LA GESTION POUR COMPTE DE TIERS

I - LES ENCOURS GÉRÉS PAR LES OPCVM

P 155

A - LA BAISSÉ DES ENCOURS DES OPCVM

B - L'ESSOR DES PRODUITS GARANTIS

II - LES SOCIÉTÉS DE GESTION POUR COMPTE DE TIERS

P 157

A - LA SGP, UN STATUT DE PLUS EN PLUS UTILISÉ SUR LA PLACE

B - L'ORGANISATION ACTUELLE DE LA GESTION EN MATIÈRE D'OPCVM
PRÉPARE LA GESTION MODERNE POUR COMPTE DE TIERS

C - LES DILIGENCES DE LA COMMISSION A L'ÉGARD DES SOCIÉTÉS
DE GESTION DE PORTEFEUILLE

III - LES OPCVM A VOCATION GÉNÉRALE

P 163

A - UN ENVIRONNEMENT RÉGLEMENTAIRE STABLE MAIS
DES PRÉCISIONS D'APPLICATION ET DES PROPOSITIONS DE RÉFORME

B - LES DILIGENCES ÉFFECTUÉES EN 1995 QUANT A L'ORGANISATION
DE LA GESTION ET DE LA COMMERCIALISATION DES OPCVM

IV - L'ÉPARGNE SALARIALE

P 171

V - LES OPCVM PARTICULIERS **P 174**

A - LES FONDS COMMUNS DE PLACEMENT À RISQUES

B - LES FONDS COMMUNS D'INTERVENTION SUR LES MARCHÉS A TERME

VI - LES ASPECTS INTERNATIONAUX **P 176**

VII . LES FONDS COMMUNS DE CRÉANCES **P 177**

A - LES ÉMISSIONS DE FCC EN 1995

B - L'ACTIVITÉ DES FCC EN 1995

C - LES SPÉCIFICITÉS DE LA TITRISATION EN 1995

D - LE CONTRÔLE DE L'INFORMATION DELIVRÉE LORS
DES OPÉRATIONS DE TITRISATION

VIII - LES SOCIÉTÉS CIVILES DE PLACEMENT IMMOBILIER **P 180**

A - LE MARCHÉ DES SCPI EN 1995

B - LES DIFFÉRENTES INITIATIVES

C - L'ACTION DE LA COMMISSION EN 1995 EN MATIÈRE
D'AGRÈMENT DES SOCIÉTÉS DE GESTION DE SCPI

IX - LES AUTRES FORMES D'ÉPARGNE COLLECTIVE **P 182**

CHAPITRE VI : LA COOPÉRATION INTERNATIONALE

**I - LA COMMERCIALISATION DES PRODUITS ÉTRANGERS
EN FRANCE ET LA RECONNAISSANCE DE MARCHÉS ÉTRANGERS** **P 183**

A - LA RECONNAISSANCE DES MARCHÉS ÉTRANGERS

B - L'ACCORD SUR LES SERVICES FINANCIERS (GATS)

II - LA COOPÉRATION BILATÉRALE **P 185**

A - L'INTÉGRITÉ DU MARCHÉ ET L'ÉCHANGE DE SAVOIR-FAIRE

B - L'ACCOMPAGNEMENT DU DÉVELOPPEMENT INTERNATIONAL
DES MARCHÉS, DES INTERMÉDIAIRES ET DES ÉMETTEURS

III - LA COOPÉRATION MULTILATÉRALE **P 188**

A - L'EUROPE : L'ÉTABLISSEMENT D'UN CADRE JURIDIQUE
POUR LE MARCHÉ UNIQUE DES VALEURS MOBILIÈRES

B - L'OICV

PRINCIPALES EVOLUTIONS DU MARCHE FINANCIER (milliards de francs)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Emissions brutes							
Augmentations de capital :							
▲ Par appel public à l'épargne	58,7	62,3	47,5	49,7	67,1	75,8	37,4
▲ Sans appel public à l'épargne	180,3	155	195,8	197,8	173,1	191,9	194,7
Titres participatifs	0,6	0,1	-	-	-	-	-
Emprunts (y compris obligations convertibles)	326,2	338,9	336	366,3	537,3	408,5	375,9
Total	568,8	556,3	579,3	613,8	777,5	676,2	608
Marché boursier des valeurs françaises (cote officielle*)							
Capitalisation (en fin d'année)							
▲ Des actions	1951,9	1561	1803,1	1808,7	2692	2415	2445
▲ Des obligations ** et des titres participatifs	2436,3	2467,4	2907,8	3194,1	3876,8	3757,57	4125,39
Transactions (sur l'année)							
▲ Actions	640,3	626,3	614,9	627,2	930,5	1096,8	1051
▲ Obligations	3310	3014,4	3199,9	4313,1	7076,7	6676,06 ⁽¹⁾	5525,63
* A partir de 1991, bourse de Paris							
** Coupon compris							
Nombre de sociétés françaises cotées							
Cote officielle							
	606	578	547	513	472	459	444
▲ dont Paris	462	444	412	-	-	-	-
Second Marché							
	298	297	288	271	254	265	266
▲ dont Paris	186	186	186	-	-	-	-
Placements collectifs							
Sicav							
▲ Souscriptions nettes de l'année	141,8	154,4	82,9	-22,9	-1,4	N.D ⁽²⁾	N.D
▲ Actifs gérés au 31 décembre	1269,6	1447,3	1661,4	1803,9	2012,1	1775,7 ⁽³⁾	1603 ⁽³⁾
▲ Nombre de Sicav au 31 décembre	872	916	949	983	1031	1058	1083
Fonds communs de Placement							
▲ Souscriptions nettes de l'année	95,1	136	42,6	87,4	69,1	N.D ⁽²⁾	N.D ⁽⁴⁾
▲ Actifs gérés au 31 décembre	441,6	495,8	563,7	708,4	844	889,3 ⁽³⁾	951 ⁽³⁾
▲ Nombre de fonds au 31 décembre	4048	3872	3566	3693	3546	3768	3813

Les données détaillées figurent en annexe IV, V, XII et XIII

⁽¹⁾ Ce chiffre comprend les transactions effectuées sur le système CAC ainsi que celles déclarées à la SBF. Toutefois, une large part des transactions sur obligations ne fait l'objet d'aucune déclaration et n'apparaît pas dans ce montant. En 1995, le volume des transactions sur emprunt d'État, calculé par le SIVACOM, s'est élevé à 34.200 milliards de francs. Ce type d'opération représenterait, selon les professionnels, 90 % du total des transactions sur obligations.

⁽²⁾ Compte tenu des délais de mise en place de la nouvelle base de données COB-Banque de France ces statistiques ne sont pas disponibles pour l'année 1994.

⁽³⁾ Calcul effectué sur la base du dernier actif net connu.

⁽⁴⁾ Chiffre à paraître courant 1996.

I - LE MARCHÉ EN 1995

Notre marché financier a connu, en 1995, une évolution moins favorable que celle des autres grandes places financières internationales, caractérisée par la stagnation des cours, et par la faiblesse des émissions et le montant peu élevé des offres publiques.

A LE MARCHÉ DES VALEURS MOBILIERES

1 - LE MARCHÉ PRIMAIRE : LES ÉMISSIONS

Le recul des émissions déjà sensible en 1994 s'est accentué en 1995.

Les émissions de titres de capital, se sont élevées à 232 contre 268 en 1994.

Le volume des émissions par appel public à l'épargne a diminué de 44 % passant de 66 à 37 milliards de francs. Parmi ces émissions, celles réalisées par des sociétés non cotées ont progressé : 26 opérations ont permis de lever 9,3 milliards en 1995 alors que 18 opérations seulement représentant 3,6 milliards avaient été réalisées en 1994. En revanche, dans une conjoncture boursière peu favorable, les sociétés cotées ont eu très peu recours au marché : sur la cote officielle, 11 émissions de numéraire ont été réalisées contre 35 en 1994 pour un montant de 3,6 milliards de francs soit 10 fois moins qu'en 1994. Sur le Second Marché, les fonds levés par émissions de numéraire ont été trois fois moindres qu'en 1994 (0,6 milliards contre 1,9). Finalement près de 80 % des émissions d'actions par appel public à l'épargne des sociétés cotées résultent du paiement du dividende en actions.

Les émissions de numéraire réservées à une ou plusieurs personnes morales ont à l'inverse fortement progressé. Toutefois cette évolution provient essentiellement de l'augmentation de capital préalable à la privatisation de Bull.

Les émissions de titres de créances ont légèrement diminué passant de 399 à 376 milliards de francs. Les émissions de l'Etat sont restées stables, tandis que les émissions des secteurs public et privé se sont réduites de 18 %. La part des emprunts d'Etat dans le total des émissions de titres de créance est ainsi passée de 65 à 70 %.

Les émissions de titres de créances donnant accès au capital, qui avaient fortement progressé en 1993 et 1994 pour atteindre 27 milliards de francs se sont réduites en 1995 pour ne représenter que 6,5 milliards.

A la suite de la baisse des taux à long terme (de 7,5 % à 6,6 % pour le 10 ans entre le début et la fin de l'année), les émetteurs ont privilégié les emprunts à taux fixe (93,3 milliards) ou à coupon zéro (3,4 milliards de francs en 1995 contre 0,4 en 1994) par rapport aux emprunts à taux variable (4,8 milliards de francs contre 10,2 en 1994).

Les banques, institutions et sociétés financières qui étaient déjà les premiers émetteurs de titres de créances en 1994 avec 55 % des émissions hors emprunt d'Etat, ont vu leur part s'accroître encore pour atteindre 70 % en 1995.

Sur le marché de l'eurofranc, les émissions ont diminué de plus de 60 % passant de 142 milliards à 55 milliards. Cette baisse résulte du moindre recours à ce marché des émetteurs français (15,7 milliards émis en 1995 contre 128,3 en 1994) ; le montant émis par les institutions supra-nationales est resté stable tandis que les fonds levés par des émetteurs étrangers sur le marché de l'eurofranc étaient presque multipliés par trois (35,4 milliards contre 9,3).

2 . LE MARCHÉ SECONDAIRE

a) Le volume des transactions

Le volume global des transactions sur actions s'est établi à 1051 milliards de francs en 1995 soit une diminution de 6,5 %.

Les transactions sont en baisse de 2,8 % en 1995 sur le marché à règlement mensuel passant à 1009,53 milliards de francs. Elles chutent de 44 à 14 milliards sur le comptant. Le mouvement est du même ordre de grandeur sur le second marché qui enregistre un recul de son activité de 40,4 à 27,6 milliards.

Les transactions sur titres de créance baissent de 17,2 %.

b) L'évolution des cours

Paris n'a pas profité en 1995 d'un mouvement général de hausse des cours qui a atteint les principales places mondiales.

C'est aux Etats-Unis que la hausse a été la plus spectaculaire. L'indice Dow-Jones a battu 69 records dans l'année. De 3833 points en début d'année, il a terminé à 5117,12, soit une progression de 33,5 %, passant les 4000 points le 23 février et les 5000 le 20 novembre. Ces performances de la bourse américaine tiennent à la conjonction d'une série de facteurs : la poursuite d'un cycle de croissance sans rebond de l'inflation, le maintien des taux d'intérêt à un très bas niveau, l'engouement pour les valeurs technologiques.

A Londres, la hausse a été de 19 % en douze mois en raison des bonnes performances de l'économie britannique et d'un mouvement très fort de fusions et acquisitions dans l'industrie européenne. La hausse a été de 7 % à Francfort. A Tokyo, l'indice Nikkei a progressé de 0,7 % au cours de l'année. Mais cette évolution recouvre deux périodes fortement contrastées : une baisse jusqu'en juillet, une hausse de 37 % depuis lors. A Madrid, les anticipations à la baisse des taux ont soutenu le marché des obligations comme des actions.

Sur les marchés émergents, l'année 1995 a été globalement peu favorable à la suite de la crise mexicaine de décembre 1994. Toutefois, depuis mars, l'évolution s'est inscrite à la hausse sur toutes ces places, y compris le Mexique.

A Paris, l'année aura été assez décevante en raison des interrogations ou des attentes liées au calendrier politique et la relative faiblesse de la croissance s'accompagnent de la baisse des résultats des entreprises. Sur un an, les valeurs françaises composant l'indice CAC40 s'inscrivent en recul de 0,49 %. Avec un premier niveau bas à 1700 points à la mi-mars, un point haut le 12 mai à 2017 points, l'indice CAC40 termine à 1871,97.

La Place de Paris a en outre été touchée par la poursuite de la crise immobilière, les valeurs financières de la cote ayant été particulièrement affectées.

Le second marché s'était bien comporté en 1994, à l'inverse de la cote officielle. En 1995, il a retrouvé un mouvement synchrone avec cette dernière et a reculé de 4,2 %.

c) Evolution de la cote

Au 31 décembre 1995, 904 sociétés, dont 710 françaises étaient inscrites à la Cote Officielle ou au Second Marché. Le mouvement de restructuration de la cote observé en 1993 et 1994 s'est ralenti : 44 sociétés ont été radiées (contre 49 en 1994 et 86 en 1993) et 9 sociétés ont été transférées d'un compartiment à un autre (contre 22 en 1994). Le nombre d'introductions s'est également réduit passant de 37 en 1994 à 24 en 1995.

Les trois sociétés françaises introduites au règlement mensuel en 1995 sont les trois sociétés privatisées ayant fait l'objet d'une OPV (Seita, Usinor Sacilor, Pechiney).

Dix sept sociétés ont été introduites sur le Second Marché et trois (dont une française) sur le marché au comptant. Contrairement à ce qui avait été observé en 1994, la technique du placement garanti a été relativement peu utilisée (dans quatre cas dont deux fois en accompagnement d'une procédure ordinaire et une fois avec une OPV). En revanche, pour la première fois en 1995, cinq sociétés préalablement inscrites sur le marché hors-cote ont été admises au Second Marché (quatre cas) ou au marché au comptant.

Comme en 1994, les radiations de sociétés étrangères ont eu lieu essentiellement à l'initiative des sociétés, tandis que les radiations de sociétés françaises ont, le plus souvent, résulté de procédures de restructuration (fusions-absorptions, OPA, OPR suivies d'un retrait obligatoire). Au total 19 sociétés françaises ont été radiées du comptant (parmi lesquelles quatre avaient préalablement été transférées du règlement mensuel) et 17 du Second Marché (dont 2 à la suite d'une mise en liquidation judiciaire).

B LES MARCHES DERIVES

1 - L'ACTIVITÉ DU MARCHÉ À TERME

a) Les contrats financiers

Avec 70,7 millions de contrats échangés, le volume des transactions sur le MATIF a diminué de 33,6 % par rapport à 1994. Ce recul tient aux contrats de taux à long terme, notionnel et option sur notionnel qui voient leur volume régresser de respectivement 33 % et 47,2 %. En revanche, le contrat Pibor trois mois et l'option Pibor ont enregistré une hausse des volumes négociés de 17,5 % et 37,3 % en raison de la forte volatilité qui a affecté les taux courts en 1995.

b) Les contrats de marchandises

Leur croissance a été de 14,4 %, en raison essentiellement de l'introduction fin 1994 du contrat Colza dont le volume et la position ouverte se sont sensiblement accrus en fin d'année. La progression de l'activité sur le sucre blanc n'a été que de 2,6 %.

2 - L'ACTIVITÉ SUR LE MONEP

L'activité est restée proche des niveaux atteints en 1994 : 8,6 millions de contrats négociés, soit une baisse de 2,3 %. Le total a représenté 25,8 milliards de primes contre 31,5 en 1994. L'option longue (PXL), en particulier, a franchi le cap des 3 millions de contrats, confirmant sa place au premier rang des options à long terme sur indices européens.

C LA MONTEE DES RISQUES

L'année 1995 aura été en outre caractérisée au plan mondial par plusieurs accidents de marché, fraudes et faillites d'intermédiaires. La crise mexicaine de décembre 1994 s'est traduite par une baisse de 9 % de la bourse de Mexico en deux semaines à la suite d'incertitudes sur le peso, lequel a chuté de 12 % sur la même période. Après plusieurs années d'engouement pour les marchés émergents, les autorités sont confrontées à un problème de type nouveau : le cumul d'un risque de marché et d'un risque souverain entraînant d'importantes et soudaines sorties de capitaux.

En France, la crise immobilière qui affecte en particulier le secteur bancaire a entraîné la mise en redressement judiciaire de la Banque Pallas-Stern. Au Japon, les principales banques japonaises, affectées par la baisse des prix des actifs immobiliers et financiers affichent des pertes importantes.

Deux graves accidents sont intervenus à la suite de malversations et de défaillances du contrôle interne des intermédiaires. En février 1995, à la suite de dissimulations d'information aux autorités de Singapour et à sa hiérarchie, les activités d'un courtier de la banque Barings ont entraîné la faillite de cette dernière et sa reprise par la banque néerlandaise ING. La Banque japonaise Daiwa a elle été atteinte par un scandale consécutif à la révélation de pertes de 1,1 milliards de dollars par sa filiale de New York, à la suite de malversations couvertes par un de ses dirigeants.

Sur les marchés dérivés, les positions prises par le Comté d'Orange et les pertes subies par ce dernier ont relancé la polémique sur la responsabilité des intermédiaires.

II - LA STRUCTURE ET LE FONCTIONNEMENT DES MARCHES

En 1995, la modernisation de la Place a suivi son cours en exploitant les nouvelles techniques afin de servir au mieux les intérêts des professionnels et des investisseurs quels qu'ils soient. Elle s'est concrétisée notamment par la mise en oeuvre d'un nouveau système de cotation à la Bourse de Paris baptisé SUPERCAC, l'assouplissement du régime de négociations des blocs de titres sur le marché français et l'avènement d'EUROCAC, un système de négociations proposé par la SBF, dirigé par les ordres et à règlement mensuel, pour des valeurs déjà admises à la cote d'une autre Bourse.

A LES BOURSES DE VALEURS

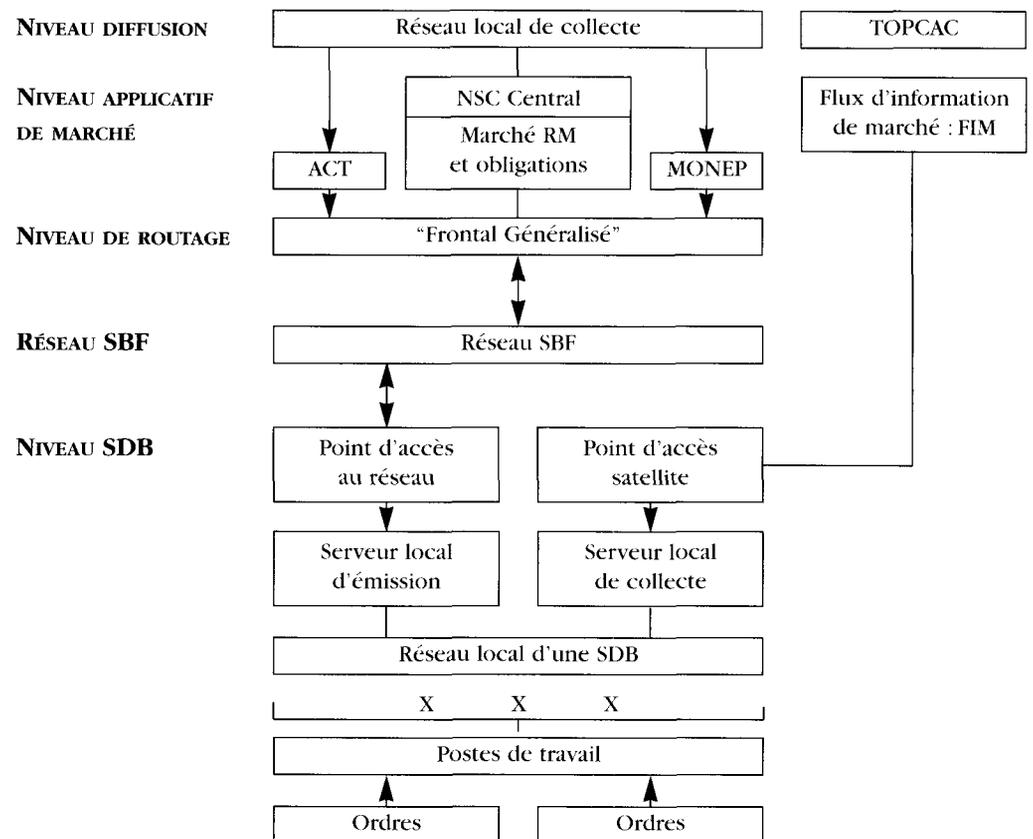
1 - LE NOUVEAU SYSTÈME DE COTATION

a) Présentation de Supercac

NSC (Nouveau Système de Cotation) plus connu sous le nom de SUPERCAC est une architecture informatique ouverte, intégrée dans le système SBF qui se substitue depuis le 26 juin à l'ancien système CAC. Cette architecture rend possible de nouveaux types d'activité, de nouveaux ordres, un fixing de clôture, et un système relais rapide en cas de panne. Elle permet aussi de faciliter les routages et les développements futurs, d'augmenter les performances, par exemple, avec une diffusion instantanée et équilibrée des données du marché ou une plus grande capacité d'absorption d'ordres par seconde, tout en autorisant un meilleur traitement des blocs, et, enfin, de réduire les coûts.

Ce nouveau système de cotation ne modifie pas les règles de marché, ni l'architecture globale des principes de cotation. En revanche, il intègre une capacité évolutive très importante.

Configuration du système SBF avec NSC



Le "frontal généralisé" permet d'accéder depuis septembre 1995 à tous les systèmes de cotation que gère la SBF soit NSC, MONEP, ACT (marché de blocs) et demain le Nouveau Marché.

Ce "frontal généralisé" se subdivise par type de marché, action, obligation, option, Nouveau Marché, pour repasser dans un "frontal commun" de communication en direction des sociétés de bourse.

La performance de NSC est telle que les bourses de Bruxelles et Toronto ont choisi SUPERCAC comme plateforme de négociation électronique de leur marché des actions.

b) Supercac facilitera la mise en place de nouveaux types d'ordres

SUPERCAC permet l'introduction de nouveaux ordres sur le marché français. Il s'agit non seulement de tous nouveaux ordres encore jamais utilisés tels l'ordre à plage de déclenchement mais aussi d'anciens, supprimés lors de l'informatisation de la cotation à une époque où le logiciel ne pouvait les prendre en compte convenablement : tel est le cas de l'ordre au mieux réintroduit sous la forme renouvelée de l'ordre à tout prix.

Ces ordres d'une nouvelle génération ont été définis en concertation avec d'une part, les professionnels de marché, et, d'autre part, le Comité des actionnaires individuels de la SBF. Il s'agit d'ordres à déclenchement par lesquels, le donneur d'ordre se porte acheteur ou vendeur à partir d'un cours déterminé (ordre limité) avec éventuellement une limite "maxi" à l'achat ou "mini" à la vente (ordre à plage de déclenchement). Seront également introduits l'ordre à tout prix, ancien ordre au mieux, et l'ordre tout ou rien par lequel le

donneur d'ordres se porte acheteur ou vendeur d'une quantité globale de titres, et pour cette quantité seulement, à une limite de prix donnée.

La mise en place de ces ordres va être réalisée en plusieurs étapes de mi-février à juillet 1996.

2 - MODIFICATION DU RÉGIME DE NÉGOCIATION DES BLOCS

L'existence d'un véritable marché de blocs étant apparue comme la condition nécessaire de la modernisation, de l'internationalisation et de la compétitivité de la Place de Paris, plusieurs dispositions visant à assouplir les conditions de négociation des blocs d'actions ont été mises en place dès septembre 1994⁽¹⁾.

Un an après l'entrée en vigueur de cette réforme, il est apparu que, si la souplesse offerte par la réforme des opérations de blocs permettait effectivement de mieux répondre à la demande des investisseurs institutionnels, le dispositif méritait toutefois d'être encore aménagé afin de conforter la position concurrentielle de la Place de Paris.

De nouvelles modifications au régime de négociation des blocs ont ainsi été adoptées à l'automne 1995. Elles portent sur l'extension de la liste des valeurs éligibles au régime des blocs normaux et sur l'accroissement de la liberté de prix par rapport au marché central. La Commission des Opérations de Bourse a tenu à ce que ces modifications, si elles constituent des atténuations au principe d'unicité du prix, ne portent pas atteinte aux impératifs de transparence.

a) L'extension de la liste des valeurs éligibles au régime des blocs normaux

■ L'instauration d'une liste temporaire

Aux côtés de la liste permanente des valeurs éligibles au régime des blocs, dont la composition est revue chaque semestre, vient s'ajouter désormais une liste temporaire, établie chaque semaine, sur laquelle les valeurs sont admises pour une durée d'un mois renouvelable.

La liste permanente permet de traiter les valeurs dont la liquidité structurelle leur donne vocation à faire l'objet de négociations de blocs. La liste temporaire a, en revanche, vocation à accueillir des valeurs pour lesquelles il n'existe pas un flux d'affaires permanent mais qui sont activement traitées pendant quelques semaines, voire quelques mois. Sont ainsi susceptibles d'être inscrites sur cette liste les valeurs ayant connu une augmentation significative du volume de négociations au cours du mois écoulé ou encore les valeurs ayant fait l'objet d'un placement garanti à l'occasion de leur admission aux négociations. La mise en place d'une telle liste temporaire répond à la volonté de la SBF de mieux prendre en compte les besoins ponctuels des opérateurs.

■ L'abaissement du montant minimal de la taille normale de blocs

Ce second aménagement est largement le corollaire du précédent. Dans la mesure où la liste provisoire est destinée à accueillir des valeurs moins liquides que la liste permanente, il est, en effet, apparu nécessaire de réduire le montant minimal de la taille normale de blocs. Celle-ci passe donc de 1 million à 500 000 F, le critère exprimé en pourcentage des transactions (2,5 % du montant des transactions quotidiennes) demeurant inchangé.

⁽¹⁾ Cf *Rapport Annuel 1994 p. 98 et suivantes*

b) L'accroissement de la liberté de prix par rapport au marché central

■ La diminution de la taille minimale des blocs structurants

Le Conseil des Bourses de Valeurs a abaissé de 500 millions de F (ou 10 % du capital d'une société) à 100 millions de F (ou 5 % du capital) la taille minimale des blocs structurants. C'est donc un plus grand nombre de transactions qui pourront bénéficier, sous le régime des blocs structurants, d'un écart de prix maximal de 10 % par rapport au prix du marché central.

Ces assouplissements au principe d'unicité de prix s'inscrivent dans la volonté de confirmer, d'une part l'attrait de la Place de Paris face aux places étrangères et, d'autre part l'attrait du marché central face aux transactions de gré à gré dans le nouveau contexte créé par l'entrée en vigueur de la Directive sur les services d'investissement.

La COB a veillé et continuera de veiller à ce que ce souci de répondre aux besoins diversifiés des différentes catégories d'intervenants participe d'une cohérence d'ensemble dans l'approche, la conception et la présentation du rôle du marché central par l'entreprise de marché.

■ L'instauration d'une "super fourchette moyenne pondérée"

Le mécanisme de la super fourchette moyenne pondérée (super FMP) vise à créer un continuum de possibilités, pour les opérateurs, de traiter des blocs d'actions en s'éloignant progressivement du prix du marché central, tout en préservant un lien avec ce dernier. La super FMP, qui s'intercale entre la fourchette moyenne pondérée et les blocs structurants, définit ainsi le régime de prix applicable aux applications et aux opérations de contrepartie portant sur des blocs d'une taille égale ou supérieure à cinq fois la taille normale de blocs.

Les transactions supérieures à cinq fois la taille normale de blocs pourront être réalisées à un prix compris dans la fourchette, bornes incluses, des prix moyens pondérés à l'achat et à la vente constatés à ce moment sur le marché pour la taille du bloc effectivement négocié. La super FMP est calculée par la SBF à la demande de l'intermédiaire.

Dans la mesure où, pour des valeurs moins liquides, le calcul de la super FMP pourrait conduire, dans certains cas, à des écarts très larges par rapport au prix du marché central, il est prévu que, pour une transaction donnée, l'écart entre le prix résultant du calcul de la super FMP et la meilleure offre ou la meilleure demande au même instant sur le marché central ne pourra excéder 5 %.

Alors que les dispositions précédentes ont pu être mise en oeuvre par décision générale du CBV, l'instauration de la "super fourchette moyenne pondérée" a nécessité une modification du Règlement Général du CBV, approuvé par le Collège de la Commission dans sa séance du 17 octobre 1995.

La SBF, disposant avec le logiciel NSC d'un des meilleurs systèmes de négociation, a souhaité valoriser cette avance technologique en offrant à ses membres un système de négociation moderne, sophistiqué et peu coûteux pour traiter les principales valeurs cotées sur les bourses de la zone Europe, avec une extension possible à d'autres zones géographiques (Amérique Latine, Asie du Sud-Est).

Ce dispositif, intitulé EUROCAC, ne repose pas sur la création d'une bourse de valeurs ou d'un marché réglementé mais vise uniquement à offrir un service complémentaire aux membres de la SBF pour négocier exclusivement des valeurs déjà admises à la cote d'une bourse de valeurs, tout en intégrant les spécificités du marché français :

- ▲ un système de négociation dirigé par les ordres,
- ▲ un système de négociation à règlement mensuel (mais sans possibilité de report),
- ▲ une garantie de bonne fin de la chambre de compensation (la SBF).

Les valeurs sont inscrites sur EUROCAC par la SBF à la demande d'un intermédiaire agissant à sa propre initiative, et non à la demande d'un émetteur, et qui s'engage à assurer des prix acheteur et vendeur en continu durant les horaires d'ouverture.

Les règles de fonctionnement d'EUROCAC sont également établies par la SBF. Elles s'appuient très largement sur les systèmes et procédures de négociation, de compensation et de diffusion mis en oeuvre sur le marché à règlement mensuel.

Destiné principalement aux intermédiaires et aux investisseurs avertis, EUROCAC a démarré le 2 janvier 1996.

4 - SUPPRESSION TOTALE DES QUOTITÉS SUR LE RM

Les investisseurs ont toujours manifesté leur attachement au marché à règlement mensuel (RM), celui-ci leur permettant d'acheter ou de vendre des titres à découvert. Toutefois, les valeurs inscrites au RM devaient obligatoirement être négociées par quotité ou un multiple de celle-ci. La quotité représentait un nombre minimal de titres, variant d'une valeur à l'autre. Si le nombre de titres achetés ou vendus ne correspondait ni à la quotité exigée ni a fortiori à un de ses multiples, le client était obligé de passer deux ordres : un sur le RM et l'autre en règlement immédiat pour les rompus, facturés plus cher. Or, l'existence de rompus était inéluctable compte tenu du paiement de dividendes en actions ou d'autres opérations sur titres.

En 1994, les travaux de la Commission de l'actionnariat individuel analysant les conséquences d'une éventuelle suppression des quotités sur le RM soulignaient l'intérêt d'une telle réforme sur le déroulement des cotations et sur les avantages retirés pour les investisseurs.

Sensibles à ces conclusions, et, dans le souci de faciliter l'accès des actionnaires individuels au marché, la Société des Bourses Françaises (SBF) décidait dans un premier temps, au début de l'été 1994, de supprimer les quotités d'une quinzaine de valeurs. Le bilan positif de cette première expérience entraîna de nouvelles vagues de suppression jusqu'au 25 septembre 1995⁽²⁾, premier jour du mois boursier d'octobre, date choisie par la SBF pour supprimer totalement et définitivement les quotités sur le RM.

⁽²⁾ *Décision n°95-2551 du 13 septembre 1995.*

5 - MODERNISATION DU SYSTÈME DE RÈGLEMENT LIVRAISON

a) RGV : Relit Grande Vitesse

Le 4 décembre 1995, l'accord passé le 3 janvier 1995 entre la SICOVAM et la Banque de France, en vue de fusionner les systèmes Relit et Saturne⁽³⁾, est devenu un partenariat institutionnel effectif. Au terme d'une augmentation de capital, la Banque de France détient à ce jour 40 % des actions de la SICOVAM, contre 5,6 % auparavant, en rémunération de l'apport du savoir-faire et de l'activité du système Saturne, à parité quasi égale avec les établissements de crédit. L'ANSA (Association Nationale des Sociétés par Actions) a souhaité entrer dans le capital à hauteur de 1 %. Le solde est détenu par la SBF (Société des Bourses Françaises) pour 5,36 % et la CDC (Caisse des Dépôts et Consignations) à hauteur de 4,92 %. La Société Interprofessionnelle pour la Compensation des Valeurs Mobilières est devenue à cette occasion SICOVAM SA.

Cette dernière est depuis le 1er juillet 1995 l'opérateur unique du Système Saturne. La traduction opérationnelle du Partenariat Banque de France - SICOVAM SA sera la réalisation effective de RGV destiné à remplacer le système SLAB pour les obligations et Saturne pour les Bons du Trésor et autres Titres de Créances Négociables (TCN).

La mise en place prochaine de RGV, système unique de règlement-livraison, permettra aux professionnels d'utiliser un outil unifié de traitement de toutes les opérations de gros montants sur titres de taux (OAT, bons du Trésor et TCN), aujourd'hui réparties sur les deux filières : Relit et Saturne. Il offre un règlement-livraison adapté aux opérations de trésorerie des établissements participants à RGV, comme affilié ou sous-affilié, et sera utilisé pour les opérations d'intervention de la Banque de France sur le marché monétaire.

Ce nouveau système unifié intègre une fonction automatisée de prêt-emprunt de titres garanti par un pool bancaire. Il permet également un traitement adapté aux opérations de gré à gré et constitue un outil performant de gestion des garanties titres au service des règlements espèces. Il est en cela un complément indispensable des systèmes de règlement espèces tels que TBF (Transfert Banque de France).

Son architecture informatique ouverte est adaptable aux mutations futures des marchés et facilitera donc les évolutions lors du passage à la monnaie unique européenne, l'Euro, puisqu'il traitera dès son démarrage le Franc et l'Ecu.

La montée en puissance de RGV est programmée pour le début de l'année 1997, avec les OAT. RGV mettra à disposition un système de règlement-livraison très sécurisé grâce à l'irrévocabilité en temps quasi réel des dénouements que permet la collatéralisation de titres. Cette irrévocabilité, innovation majeure de RGV, est obtenue grâce à la gestion par SICOVAM SA "d'un pouvoir d'achat" constitué par la position espèce en RGV et les titres collatéralisables d'un participant donné. Cette technique dite de "collatéralisation" consiste à intégrer à ce pouvoir d'achat des titres, provenant soit du compte titres de l'établissement (collatéralisation sur stock) soit de l'opération d'achat elle-même (collatéralisation sur flux). En France, elle s'appuie juridiquement sur le mécanisme de la pension livrée.

Actuellement, l'irrévocabilité des opérations est liée à l'accord que donne la Banque de France en fin de journée eu égard à la PONA (position nette acheteuse autorisée) de chaque intermédiaire affilié. Demain, celle induite par RGV sera liée au contrôle simultané de la provision titres et d'un "pouvoir d'achat" au sein du dénouement RGV.

⁽³⁾ Cf *Rapport COB 1994 p. 216 à 218*

Ce "pouvoir d'achat", indispensable pour garantir l'irrévocabilité en cours de journée des dénouements sera calculé à partir des titres en stock et des titres de flux acceptés par la Banque de France pour servir de support à une éventuelle pension ainsi que du solde espèces des mouvements dénoués dans RGV et des espèces virées du compte TBF.

En outre, RGV offre un service optionnel de séparation des données par catégorie de détenteurs et/ou par sous-comptes individualisés, en fonction des besoins des établissements.

b) Nouvelles règles en matière de titres de créances

Il existe un décalage entre la date de transfert de propriété des titres négociés sur le marché boursier au comptant (J ou J + 1) et la date normale de livraison en SICOVAM (J+3). Il présente des inconvénients, notamment pour les titres de créances telles les obligations cotées en pourcentage.

La date de transfert de propriété résulte de l'inscription en compte de l'investisseur final.⁽⁴⁾ Or, la sécurité juridique relative au droit de propriété des titres serait encore accrue si l'inscription en compte de l'acheteur était concomitante avec l'inscription en SICOVAM créditant le compte de l'intermédiaire. Telle est la règle appliquée sur le RM : le client acheteur ne devient propriétaire des titres qu'à la date normale de règlement-livraison entre intermédiaire (à L+5, L étant le jour de liquidation).

En attendant une mesure d'ordre général, pour pallier cette difficulté propre aux négociateurs sur le comptant, il était urgent de prendre une décision spécifique pour les obligations cotées en pourcentage.

En effet, la valeur du coupon couru des obligations traitées en bourse était fixée, jusqu'en octobre 1995, au jour de la négociation alors que celle des obligations traitées sur le marché international se prolongeait jusqu'à la date normale de livraison par application des règles de l'ISMA⁽⁵⁾.

Jusqu'au 1er juin 1995, cette date normale était J+7. Depuis lors c'est J+3, le standard international recommandé par le Groupe des Trente.

A cette date, la situation notamment des OAT françaises devenait paradoxale : les mêmes titres, négociés au même moment et suivant les mêmes délais de règlement-livraison, ne pouvaient avoir le même prix au pied du coupon, la valeur de celui-ci n'étant pas identique dans les deux cas. Cet état de fait constituait une véritable gêne pour ceux qui intervenaient sur les deux marchés (bourse française et marché de gré à gré international) comme les SVT.

Le CBV (Conseil des Bourses de Valeurs) a pris une décision générale le 18 mai 1995⁽⁶⁾ destinée à résoudre les difficultés de ce cas particulier : allonger la fraction courue du coupon de trois jours. Cette mesure est entrée en application le 3 juillet 1995 pour les titres de créances internationaux cotés en pourcentage au pied du coupon. Elle n'est en revanche entrée en vigueur que le 9 octobre 1995 pour les valeurs nationales, les chaînes informatiques ayant dû être modifiées de façon plus conséquente.

⁽⁴⁾ *En application de l'article 47 bis de la loi 83-1 complété par le CRB94,02*

⁽⁵⁾ *ISMA : International Securities Market Association*

⁽⁶⁾ *Décision Générale n°95-02 publiée le 18 mai 1995 par un avis de la SBE*

Depuis le 9 octobre 1995⁽⁷⁾, l'acheteur d'un titre quatre jours avant le détachement du coupon qui lui est attaché en demeure le propriétaire. En revanche, c'est désormais le vendeur qui est le bénéficiaire dudit coupon durant les trois derniers jours qui précèdent sa date de détachement.

Désormais, les opérations effectuées sur le marché boursier obligataire, comme les autres instruments similaires traités de gré à gré ou sur le MATIF sont traitées selon les mêmes normes, conformément à la décision générale du CBV et à celles prises par l'Association du FOREX et des trésoriers de banque, l'Association des Spécialistes en Valeurs du Trésor, le Comité de Normalisation Obligataire et MATIF SA.

B LA MISE EN PLACE DU NOUVEAU MARCHÉ

Le Ministre de l'Economie et des Finances a reconnu par arrêté du 28 décembre 1995 la création du Nouveau Marché⁽⁸⁾ après avis conforme de la Commission des Opérations de Bourse.

Issu d'une large réflexion de Place engagée dès 1994 à l'initiative de la SBF, le Nouveau Marché a pour objectif et pour ambition d'offrir aux entreprises dynamiques et innovantes la possibilité de mieux financer leur croissance, de mobiliser les capitaux prêts à s'engager dans ce secteur et de leur assurer une liquidité, tout en inscrivant ce projet dans une dimension européenne. La volonté d'affirmer la spécificité du Nouveau Marché, notamment vis-à-vis du Second Marché, a conduit à retenir le principe d'un marché autonome, doté de membres spécifiques et géré par une société ad-hoc, la Société du Nouveau Marché, filiale de la SBF.

Le cadre juridique dans lequel s'inscrit le Nouveau Marché anticipe sur certains points la transposition de la directive concernant les services d'investissement. Ainsi, les règles de fonctionnement du Nouveau Marché sont établies non plus par l'autorité professionnelle (le CBV) mais par l'entreprise de marché elle-même (la Société du Nouveau Marché). Certaines dispositions du règlement général du CBV, qui n'ont pas, après la transposition de la directive, vocation à être transférées aux entreprises de marché, sont cependant applicables au Nouveau Marché. Il s'agit pour l'essentiel des dispositions relatives à la tenue de compte et au mandat de gestion, des dispositions déontologiques régissant l'activité des membres du marché, des dispositions relatives au fonds de garantie ainsi que des dispositions relatives aux offres publiques.

a) Les membres du Nouveau Marché

Le Nouveau Marché est ouvert à toute entreprise d'investissement ou établissement de crédit habilité à fournir des services d'investissement, qui peut opter pour un ou plusieurs statuts : introducteur-teneur de marché, négociateur-courtier, compensateur.

La création d'un statut d'introducteur teneur de marché (ITM) est l'une des originalités fortes du Nouveau Marché. Compte tenu des spécificités des sociétés introduites, des sociétés jeunes, dynamiques mais de petite taille, il est, en effet, apparu nécessaire de leur apporter l'assistance d'un "parrain", l'introducteur-preneur de marché, qui les accompagnera pendant les premières années de leur vie boursière.

⁽⁷⁾ *Décision Générale du CBV n° 95-02*

⁽⁸⁾ *Journal Officiel du 10 janvier 1996 page 370*

Sur le marché primaire, l'ITM concourt à l'introduction des titres sur le Nouveau Marché et assiste l'émetteur dans la préparation des documents d'information requis. S'agissant du marché secondaire, et afin d'entretenir une liquidité que la seule existence d'un carnet d'ordres ne permettrait pas toujours d'assurer, du moins pendant les premières années, l'ITM chargé de l'introduction doit assurer, ou faire assurer par un autre ITM la tenue de marché sur la valeur qu'il introduit pendant une période minimum de trois ans. Enfin, pour susciter et entretenir l'intérêt des investisseurs sur la valeur introduite, l'ITM s'engage, sur la même période à publier une analyse financière chaque année et à faire tous ses efforts pour assurer l'animation commerciale du titre (rencontres avec les investisseurs, les analystes financiers).

Le négociateur-courtier exécute les ordres de ses clients ; il peut également intervenir pour compte propre. L'ITM ne peut en revanche exécuter directement les ordres des clients qui doivent lui être présentés par un négociateur-courtier. Lorsqu'un adhérent a les deux statuts de négociateur-courtier et d'ITM et afin de prévenir les conflits d'intérêt, l'exercice des fonctions de teneur de marché et de courtier doit être assuré pour une même valeur, par des personnes physiques différentes.

Enfin, tout adhérent non compensateur doit établir une convention avec un compensateur pour la compensation de ses opérations.

b) L'admission et la radiation des valeurs

■ L'admission (et la radiation) des valeurs à la cote du Nouveau Marché est prononcée par la SNM qui recueille, en tant que de besoin, l'opinion du comité consultatif constitué auprès de l'entreprise de marché.

L'existence de ce comité consultatif, composé de neuf personnalités du monde de la recherche et de l'industrie, est une autre originalité du Nouveau Marché. Lien intellectuel et opérationnel entre l'industrie, la recherche et les marchés financiers, le comité consultatif doit à la fois favoriser la venue d'entreprises sur le Nouveau Marché grâce à la connaissance que les membres du comité ont du tissu économique, conforter par sa compétence l'image du Nouveau Marché vis-à-vis des investisseurs potentiels et donner en tant que de besoins à la SNM un avis sur le projet industriel et scientifique présenté par les entreprises candidates à l'admission.

La COB dispose d'un droit d'opposition à l'admission et à la radiation des valeurs.

■ Les critères d'admission sont adaptés pour tenir compte du profil des entreprises candidates⁽⁹⁾. Aucun minimum d'historique de comptes n'est exigé. Le Nouveau Marché peut donc accueillir des sociétés très jeunes, sans exclure les entreprises en démarrage (les start-up).

Cette souplesse dans les critères d'admission trouve sa contrepartie dans deux dispositions originales :

▲ une transparence accrue de l'information par l'insertion, dans le prospectus, d'éléments prévisionnels sous la forme d'un projet de développement de l'entreprise à trois ans ;

⁽⁹⁾ - Total du bilan supérieur à 20 millions de Francs.

- Fonds propres supérieurs à 8 millions de Francs.

- La diffusion des titres dans le public au moment de l'introduction doit porter sur au moins 100 000 titres pour une contre-valeur de 10 millions de Francs.

▲ une déontologie renforcée des émetteurs par l'engagement que souscrivent les actionnaires dirigeants de conserver 80 % de leurs titres pendant les trois années suivant l'admission. En effet, le succès d'une entreprise, essentiellement au cours de ses premières années, repose très largement sur ses dirigeants. Aussi, est-il apparu opportun que la possibilité d'admettre sur le Nouveau Marché des sociétés très récemment créées s'accompagne d'un engagement des actionnaires dirigeants de rester, pendant une période minimale, associés aux risques qu'ils font partager, à travers l'introduction de la société sur le marché, à un plus large nombre d'investisseurs.

c) Les règles d'information

Le règlement adopté par la COB a un double objectif : faciliter l'accès au marché par les émetteurs en tenant compte des spécificités des sociétés présentes sur ce marché, et assurer la confiance et la protection des investisseurs grâce à une information de qualité.

Les caractéristiques suivantes doivent permettre de remplir ces objectifs :

■ **la procédure de visa préliminaire** : initialement utilisée pour les opérations de privatisation, elle est pour la première fois inscrite dans un texte, permettant de mieux informer les investisseurs des caractéristiques des sociétés concernées, et de tester leur intérêt.

■ **l'allègement dans la diffusion des documents d'information** :

▲ si le souci d'alimenter le marché en informations régulières et comparables conduit à demander aux sociétés cotées sur le nouveau marché un document de référence, celui-ci pourra être diffusé sous forme d'un résumé. Ce mode de diffusion doit faciliter l'accès à un large public tout en diminuant les coûts ;

▲ la société est tenue d'établir des comptes annuels, et semestriels. Un avis au BALO mentionne leur mise à disposition au siège social de la société, de l'introducteur/teneur de marché (ITM), de la société du nouveau marché.

■ **l'assistance de l'introducteur teneur de marché (ITM)** : les engagements pris par l'ITM sont décrits dans le prospectus.

■ Tous les documents d'information, publicités écrites ou audiovisuelles destinées aux souscripteurs éventuels doivent comporter **une mention spécifique attirant l'attention sur les caractéristiques du nouveau marché**. Une telle mention permet de renforcer la protection des investisseurs.

Le contenu du prospectus est adapté :

Si le principe d'un schéma similaire à celui prévu par les règlements 91-02 et 92-02 a été retenu, le contenu de certains chapitres, notamment celui relatif à la présentation de l'activité (chapitre IV) a été sensiblement revu. Ce chapitre contient, outre une description détaillée de l'activité, deux particularités essentielles :

■ **Une analyse des facteurs de risque** : une description des différents types de risques qui peuvent affecter l'activité ou les résultats de la société figure dans le prospectus. Ces risques peuvent être d'ordre financier, juridique ou plus spécifiquement liés à l'activité de la société. Ils concernent notamment :

▲ les risques technologiques : description des brevets possédés par l'émetteur, mention des autorisations légales, réglementaires, ou administratives nécessaires à l'émetteur pour l'exploitation ;

▲ les risques industriels et liés à l'environnement : l'émetteur subit-il des contraintes particulières en matière de respect de l'environnement, description des systèmes destinés à assurer la sécurité des installations, description des assurances souscrites ;

▲ les risques juridiques : existence d'une réglementation particulière, contraintes de confidentialité, description des liens et/ou de la dépendance qui peuvent exister entre l'émetteur et d'autres sociétés, dispositions fiscales particulières, faits exceptionnels et litiges... ;
les risques de taux, de change : répartition taux fixe/variable pour les placements financiers, répartition des facturations et des achats, description des couvertures pratiquées.

■ **Un projet de développement stratégique à 3 ans** : l'une des originalités du nouveau marché consiste à prévoir, dans le document d'information établi par la société à l'occasion de son admission, une présentation du projet de développement de l'entreprise. Dans la mesure où l'on n'exige pas des sociétés admises sur ce marché qu'elles présentent un minimum d'historique de compte, cette absence de référence passée doit, en contrepartie, donner une information détaillée sur la stratégie de l'entreprise pour le futur.

Ce projet de développement a pour but d'explicitier l'activité et les perspectives de l'entreprise. Il trouve sa traduction financière dans une description des principaux soldes de gestion et des grandes masses du bilan à trois ans.

Ce projet de développement est approuvé par les organes sociaux de la société entrant sur le nouveau marché. Il fait l'objet de la part des commissaires aux comptes de vérifications relatives à la concordance des hypothèses financières entre elles et de contrôles portant sur les divers calculs effectués sans pour autant valider la pertinence des objectifs économiques retenus dans le projet.

D'autres points spécifiques destinés à améliorer la transparence, figurent dans le prospectus :

▲ **les engagements de conservation des titres des "actionnaires dirigeants"** : la liste de ces actionnaires doit figurer dans le prospectus. Ils prennent l'engagement de conserver un pourcentage minimum des titres qu'ils détiennent au moment de l'introduction pendant une période minimale suivant l'admission de ses titres.

▲ lorsque la société étrangère n'est pas cotée dans son État d'origine, **la description juridique de la législation et de la réglementation applicables en matière de droit boursier et de droit des sociétés**, validée par un expert juridique.

L'information permanente :

Enfin, les sociétés cotées sur le nouveau marché s'engagent à respecter⁽¹⁰⁾ :

▲ **les obligations d'information permanente** applicables actuellement aux sociétés cotées à la cote officielle ou à celle du second marché ; les textes de référence dans cette matière étant le règlement n°90-02 relatif à l'information du public et le vademecum à l'attention des dirigeants des sociétés cotées sur la diffusion de l'information.

▲ **les dispositions du règlement n°89-03 relatif aux offres publiques.**

d) L'organisation des transactions

■ L'organisation des transactions associe un système de confrontation des ordres comportant deux fixages par jour et un système de tenue de marché par lequel le teneur de marché s'engage à afficher en permanence entre les deux fixages des prix fermes à l'achat et à la vente sur une quantité minimale de titres. La SNM arrête, pour chaque valeur, un écart maximal entre le prix d'achat et le prix de vente affiché par le teneur de marché.

■ Le négociateur courtier peut soit introduire l'ordre reçu dans le carnet d'ordres pour participer au prochain fixage, soit le négocier avec le teneur d'ordres affichant le meilleur prix sur la valeur. Il peut également se porter contrepartie de son client après avoir consulté l'ITM affichant le meilleur prix.

■ Les obligations des teneurs de marché peuvent être aménagées ou suspendues lors de circonstances de marché exceptionnelles.

■ La SNM peut suspendre les cotations d'une valeur à sa propre initiative ou sur la demande de l'émetteur. Elle suspend les cotations à la demande de la COB.

■ Les transactions effectuées par fixage sont enregistrées dès leur réalisation et rendues publiques immédiatement. Les autres transactions sont déclarées sans délai par les adhérents à la SNM et sont rendues publiques une heure après leur déclaration. Lorsque la transaction porte sur un nombre de titres supérieur à 50 fois la quantité minimum sur laquelle s'engage le teneur, la publication intervient lorsque le teneur de marché déclare avoir dénoué sa position, dans la limite d'un délai de trois jours d'ouverture du marché. C'est le régime applicable aujourd'hui pour les blocs structurants sur la cote officielle.

e) Le règlement des capitaux et la livraison

La SNM, qui n'a pas le statut d'institution financière spécialisée et ne peut agir en qualité de chambre de compensation, fait assurer par la SBF la compensation et la garantie de ses opérations.

La chambre de compensation garantit aux adhérents compensateurs le règlement des capitaux et la livraison des titres qui leur sont dus à raison de leurs positions nettes. Cette garantie s'applique à l'ensemble des transactions par fixage. Elle est optionnelle pour les négociations réalisées en dehors des fixages et doit alors faire l'objet d'un accord entre les deux parties à la transaction.

⁽¹⁰⁾ Ceci nécessite une modification des textes concernés

Le point original porte sur la création d'un fonds de garantie de la compensation constitué par les dépôts versés par les adhérents compensateurs lors de leur adhésion et appelé à être mobilisé par la chambre de compensation en cas de défaillance d'un adhérent compensateur, après épuisement du dépôt de garantie déterminé sur la base de ses engagements. Ce fonds de garantie représente la marge supplémentaire de sécurité que demande la SBF pour apporter sa garantie de bonne fins à des opérations effectuées sur un marché qui n'est pas directement placé sous son autorité. Il vise en outre à prendre en compte les risques supplémentaires supportés par la chambre de compensation en cas de défaillance d'un adhérent compensateur pour le rachat ou la revente de ses positions sur un marché peu liquide.

Le Nouveau Marché a démarré le 14 février 1996 avec une société admise à la cote et 53 intermédiaires (sociétés de bourse et établissements de crédit) membres de ce marché.

C LES MARCHES DERIVES

1 . LE MATIF

Les Nouveaux produits

a) Contrat d'option sur le contrat à terme du sucre blanc

MATIF SA a ouvert en octobre 1995 un contrat d'option sur le contrat à terme du sucre blanc coté en dollars.

Le Président du Conseil du Marché à terme avait déjà saisi la Commission des Opérations de Bourse, le 14 juin 1990, pour avis avant admission à la négociation, d'une option sur le contrat à terme de sucre blanc, cotée en dollars. La Commission des Opérations de Bourse avait alors émis un avis favorable à l'introduction de ce contrat d'option, lors de sa séance du 17 juillet 1990. MATIF SA n'avait toutefois pas jugé opportun de procéder au lancement du contrat, faute d'un nombre suffisant d'opérateurs désirant se porter vendeurs.

De 1991 à 1994, les fluctuations sur le marché au comptant du sucre blanc ainsi que divers retournements d'anticipations avaient été à l'origine d'une volatilité accrue des cours du contrat à terme sur sucre blanc. Dans le but de disposer d'un instrument de protection contre la volatilité du cours du contrat à terme du sucre blanc, les professionnels ont ressenti le besoin d'un contrat d'option sur ce contrat. Ces besoins étaient jusqu'à présent assurés sur le marché de gré à gré et sur le London Commodity Exchange.

Du fait du volume satisfaisant des transactions sur le contrat à terme du sucre blanc, il a semblé possible en 1995 d'envisager le lancement d'un contrat d'option avec davantage de perspectives de succès qu'en 1990.

Il s'agit d'options à l'américaine, c'est-à-dire qui, à la différence des options dites à l'euro-péenne, peuvent être exercées à tout moment et pas seulement à l'échéance. Elles portent sur des lots unitaires de 50 tonnes métriques de sucre blanc et sont cotées en dollars. Les sept échéances sont les mêmes que pour le contrat à terme sous-jacent. La négociation se fait à la criée et il n'est pas prévu de mettre le contrat sur GLOBEX.

Il est envisagé, qu'à côté des intervenants habituels (courtiers assermentés, commissionnaires et négociateurs agréés sur marchandise), la chambre de compensation puisse passer un accord avec les opérateurs qui désirent faire de la tenue de marché. Il n'existait jusqu'alors sur le MATIF de teneurs de marché que pour les contrats d'options sur contrat à terme d'instrument financier.

b) Les nouveaux contrats d'option de change

En 1995, MATIF SA a créé trois nouveaux contrats d'option de change.

En mai, ont été introduits un contrat d'option négociable sur l'opération de change au comptant Livre Sterling-Deutschemark et un autre sur Deutschemark-Lire.

La création de deux nouveaux contrats d'option de change par MATIF SA participait de la même volonté de diversification que celle qui a sous-tendu le lancement, en mai 1994, de deux contrats d'option de change entre le dollar américain et le deutschemark et entre le dollar américain et le franc français, premiers contrats d'option dont les sous-jacents ne correspondent pas à des contrats à terme ferme négociés sur le MATIF.

Les résultats de ces deux premiers contrats ayant été jugés satisfaisants, MATIF SA a souhaité élargir la gamme des contrats d'option de change proposée aux investisseurs afin de leur offrir la possibilité de négocier sur un marché organisé et de bénéficier ainsi d'une sécurité plus grande que pour des contrats traités sur les marchés de gré à gré.

En octobre, MATIF SA a également ouvert des négociations sur un contrat d'option négociable sur des opérations de change au comptant entre le Deutschemark et le Franc français.

L'objet de ce contrat est d'offrir aux entreprises qui le désirent la possibilité de se couvrir sur un marché réglementé contre les variations du cours bilatéral Franc/DM. Cette demande était depuis longtemps formulée par les professionnels. Le report officiel de la date de mise en oeuvre de l'Union Economique et Monétaire permet d'envisager de lancer un tel contrat sans porter atteinte à la crédibilité de la monnaie unique.

Les opérateurs se couvraient jusqu'alors à Philadelphie ou sur le FINEX (New-York), les deux seuls marchés organisés à offrir une option de change Franc-Deutschemark. En outre, les besoins de couverture étaient souvent satisfaits sur les marchés de gré à gré. C'est pour faire face à cette double concurrence des marchés organisés de Philadelphie et New-York et du gré à gré, que MATIF SA a décidé de lancer cette option.

Ce contrat devrait, selon MATIF SA, contribuer à rapatrier sur Paris une partie des opérations de change à terme comme au comptant et à renforcer la position compétitive de la place.

Les caractéristiques de ces nouveaux contrats sont en tous points comparables à celles des premiers contrats introduits en mai 1994.

c) Les modifications des contrats existants

Le contrat à terme PIBOR 3 mois a été complété par quatre échéances trimestrielles afin de porter à trois ans un horizon de cotation auparavant limité à deux ans.

La cotation sur 12 échéances trimestrielles successives du contrat à terme Pibor 3 mois répond ainsi à des besoins exprimés par de nombreux opérateurs, notamment sur BTAN, Swaps et FRA, qui souhaitent disposer d'un moyen de couverture de leurs opérations à un horizon de trois ans. Ces nouvelles échéances sont également susceptibles de faire l'objet d'arbitrages avec des échéances plus courtes.

Par ailleurs, il a été introduit une échéance mensuelle supplémentaire, appelée "intercalaire" aux contrats d'option de change au comptant entre le dollar et le franc d'une part, et le dollar et le deutschemark d'autre part. Cette échéance intercalaire permet ainsi une cotation simultanée de sept échéances. L'objectif de cette modification est d'offrir aux opérateurs deux dates d'échéances pour un même mois de livraison afin qu'ils puissent utiliser plus facilement les contrats de change du MATIF dans le cadre de stratégies de couverture.

2 .AUTOMATISATION DU MONEP

L'architecture des systèmes informatiques SBF s'est considérablement développée et renouvelée avec, d'une part, NSC ou SUPERCAC pour la cotation des valeurs mobilières, et, d'autre part, STAMP avec AMON pour la cotation des options sur actions sur le MONEP.

La mise en place d'un carnet électronique avec STAMP (système de transactions automatisées du MONEP) permet depuis 1990 d'assurer la transmission au marché des ordres de détail⁽¹⁾.

Le projet d'Automatisation du Marché des Options Négociables a permis à la SCMC (Société de Compensation des Marchés Conditionnels) de procéder à l'automatisation complète de la cotation des options sur actions avant le 1er janvier 1996 grâce à la modernisation et surtout l'intégration de STAMP dans l'architecture informatique de la SBF.

Cette réforme devrait se traduire par une surveillance facilitée du marché, une meilleure transparence de celui-ci, une réduction des coûts pour les intermédiaires et les clients et des fourchettes de prix plus étroites.

Désormais, tous les ordres (autrefois passés sur le marché à la criée), qu'ils soient simples ou portant sur des stratégies sont exécutés sur le nouveau système.

Les principaux objectifs poursuivis par ce projet sont les suivants :

- ▲ transmettre tous les ordres collectés par les différents réseaux, et leur réponse, sans rupture de charge ;
- ▲ introduire de nouveaux types d'ordres tels ceux "à quantité cachée", "liés", ou "de réponse à demande de prix" ;
- ▲ intégrer plus aisément des options au portefeuille titres des clients, permettant ainsi une gestion plus efficace, une meilleure visibilité et une surveillance accrue du risque ;
- ▲ permettre le développement d'outils sophistiqués de gestion de portefeuille, de valorisation ou d'arbitrage.

⁽¹⁾ Cf Rapport COB 1989 p. 67

Le MONEP compte, depuis fin 1995, trois groupes :

- ▲ le groupe fixing automatisé (avec 17 options sur actions) ou GFA ;
- ▲ le groupe continu automatisé (de 32 options sur actions) ou GCA ;
- ▲ le groupe continu mixte (options longues et courtes sur l'indice CAC40) ou GCM.

La SCMC a procédé, en plusieurs étapes depuis le 6 novembre, au transfert des classes sur le nouveau système. Au 31 décembre 1995 la totalité des 32 classes d'options sur actions était entièrement automatisée.

Depuis lors, le groupe continu automatisé fonctionne mutatis mutandis comme le marché boursier en continu A, avec une séance de préouverture de 9h à 10h10, période durant laquelle le carnet d'ordres est diffusé au public. A 10h10, toutes les séries sont ouvertes et le marché fonctionne en continu jusqu'à sa fermeture à 17 heures. Tout au long de la journée, les teneurs de marché spécialistes encadrent les séries les plus actives de façon permanente et les autres sur demande.

A chaque demande de prix d'un client, les teneurs de marché, spécialistes et contrepartistes répondent en introduisant, et en maintenant pendant au moins deux minutes, des ordres en carnet. Ces limites de prix sont diffusées à l'ensemble du marché.

Désormais, l'ensemble des intervenants dispose de cette information, contrairement à la situation qui prévalait sur le marché à la criée, où seules les personnes présentes sur le parquet en avaient connaissance. Les négociations sont effectuées systématiquement à la meilleure limite et, en cas de pluralité d'ordres, selon la règle : premier entré, premier servi.

D REFLEXIONS SUR LA SECURITE DE PLACE

1 - LES TRAVAUX DU CONSEIL SCIENTIFIQUE DE LA COB

Poursuivant des études déjà engagées sur l'impact des produits dérivés, le conseil scientifique de la COB s'est interrogé sur les causes des instabilités fortes de marché. Parmi les éléments à l'origine des anomalies observées on retient l'existence d'anticipations irrationnelles, un horizon de court terme, l'existence de stratégies d'assurance de portefeuille et les comportements mimétiques.

La professionnalisation de la gestion de l'épargne et le développement de la gestion collective peuvent jouer en faveur de certains comportements mimétiques. Depuis 15 ans, la hausse forte de l'encours des OPCVM, des plans d'épargne, des produits d'assurance entraîne un doublement de la part des actifs intermédiés ; ceux-ci représentaient fin 1993 60 % du total des actifs autres que les liquidités. La gestion des actifs risqués est donc aujourd'hui assurée beaucoup plus par des professionnels (gérants de fonds, investisseurs institutionnels) que par les épargnants individuels eux-mêmes.

Cette évolution a plusieurs effets sur l'évolution des marchés :

- ▲ Les gérants de fonds ont sans doute des comportements assez mimétiques, soit parce qu'ils manquent d'information et se copient en supposant que les autres gérants ont l'information qui leur fait défaut, soit parce qu'étant en concurrence pour se partager le marché de la gestion intermédiée, ils préfèrent avoir le même comportement que les autres pour ne pas risquer de voir chuter cette part de marché.

▲ Les gérants de fonds sont sensibles à l'évolution des profits (de la performance) à court terme. De ce fait, ils peuvent répugner à prendre une position justifiée dans une logique de long terme, mais pouvant avoir une faible performance immédiate. Il résulte de ce comportement diverses conséquences : les évolutions des marchés se font brutalement puisque les achats dans une perspective "fondamentaliste" sont rares à court terme ; les fluctuations de courte période sont donc erratiques et fortes.

On peut donc au total se demander si la professionnalisation de la gestion n'a pas eu comme conséquence une hausse des primes de risque et une augmentation de la volatilité des prix.

Les marchés sur lesquels il y a une forte proportion d'investisseurs individuels paraissent plus stables et moins sujets à des fluctuations fortes. C'est un avantage comparatif important de la place de Paris et qu'il convient de préserver.

2 - RÉFLEXIONS SUR LES AGENCES DE NOTATION

D'origine anglo-saxonne, la pratique de la notation s'est surtout développée en France depuis le milieu des années 80. Presque inexistante il y a quinze ans, elle recouvrait, en 1994, 453 notes senior et court terme attribuées à 319 émetteurs différents. Au total, 77 % des émissions obligataires en francs, 92 % sur l'eurofranc et 81 % des encours de TCN faisaient l'objet d'une notation. A ces chiffres, il convient d'ajouter environ 80 Fonds Communs de Créance et une cinquantaine d'OPCVM.

Notre pays est le second derrière les Etats-Unis par la taille du marché de la notation. C'est aussi celui où il a augmenté le plus rapidement depuis 10 ans.

Les causes de ce phénomène sont connues :

▲ La mondialisation des activités financières en est un premier facteur : mondialisation des émetteurs qui ont besoin d'être notés par des agences de renommée internationale, dès lors qu'ils font appel à des marchés de capitaux aujourd'hui sans frontières ; mondialisation des gestionnaires qui, lorsqu'ils connaissent mal les entreprises d'un pays éloigné, achètent systématiquement les meilleures notes.

▲ En France, l'important essor du marché financier, en particulier du compartiment obligataire, a contribué à un fort accroissement de la demande de notation. Le décloisonnement des marchés par l'allongement de la durée des titres monétaires et la réduction de celle des obligations, la création de bons à moyen terme négociables et l'accession des entreprises au marché monétaire ont accentué la désintermédiation et donc le besoin d'information des investisseurs sur des émetteurs de plus en plus nombreux et faisant appel à des segments différents du marché.

▲ Sur la période plus récente, un mouvement d'innovations tel celui des produits dérivés négociés de gré à gré a suscité un important besoin d'informations sur la qualité des contreparties. Il est clair que la montée des risques (financiers, immobiliers, industriels) en période de crise a amplifié cette demande, de même que l'arrivée de nouveaux émetteurs, souvent mal connus du marché, comme les collectivités locales.

La structure de l'offre sur le marché français se répartit entre cinq agences agréées : Standard & Poor's - Adef, Standard & Poor's Corporation, Moody's France SA, Moody's Investors Service Inc et IBCA Groupe SA. Cette présentation ne doit toutefois pas faire illusion ; elle recouvre de fait un duopole autour des deux groupes d'origine américaine : Standard & Poor's et Moody's.

a) Aux Etats-Unis

A l'origine (1975), l'utilisation de la notation à des fins de régulation a été développée aux Etats-Unis lorsque la SEC a décidé que les fonds propres exigés des brokers-dealers détenant des titres pour compte propre seraient moins élevés si ces titres étaient notés par des agences reconnues par la SEC, d'où l'émergence du concept de "Nationally Recognized Statistical Rating Organisation" (NRSRO) et donc d'une procédure de reconnaissance de ces NRSRO's par la SEC. Ensuite, la notation a surtout été stimulée lorsque la SEC a imposé des règles d'information du public plus exigeantes aux sociétés cotées non notées qu'à celles qui étaient notées. Depuis, l'usage de la notation a connu, aux Etats-Unis comme sur d'autres places, un développement très important. L'activité des agences notation a certes évolué, mais la procédure d'habilitation de la SEC est restée inchangée. La Division de la réglementation du marché de la SEC prend en compte les critères suivants :

- ▲ la satisfaction du marché, les services de la SEC commencent par interroger les clients de l'agence candidate :
- ▲ la structure de la société candidate, son actionnariat, sa capitalisation, l'existence de conflit d'intérêt, la qualité et l'effectif des équipes d'analystes ;
- ▲ le processus de notation, catégories d'émetteurs notés, fonctionnement et composition des comités de notation, constitution de bases de données sur l'émetteur.

Fin 1994, la SEC a entrepris une consultation sur le concept de NSRO, les modalités de sa mise en oeuvre et les réformes nécessaires. Parmi les points examinés on relèvera : les critères de notation, la rémunération des agences, la mise en concurrence des agences par les entreprises ...

Pour sa part, la Réserve Fédérale de New York a suggéré que devant la faible corrélation entre les notes et les probabilités de défaut de paiement, la SEC abandonne son système de reconnaissance nationale.

b) En France

L'idée de notation est parfaitement cohérente avec la philosophie des autorités de la place, et en particulier celle de la COB. C'est un facteur de transparence, de réduction des asymétries d'information et de protection de l'ensemble des épargnants.

L'intégration financière et monétaire de l'Europe est de nature à renforcer l'importance de la notation dans les années à venir. En premier lieu, la Directive Adéquation des Fonds Propres applicable depuis le 1er janvier 1996 aux entreprises d'investissement de l'Union fait explicitement référence au concept d'agence reconnue.

Dans son article 2, la Directive laisse les autorités compétentes définir les titres éligibles en fonction de la solvabilité de l'émetteur, telle qu'elle a été appréciée par "au moins deux organismes d'évaluation compétents, reconnus par les autorités compétentes ou un seul organisme de ce type, pour peu qu'un autre organisme d'évaluation reconnu par les autorités compétentes, ne leur ait pas attribué un rang inférieur". Sur ces titres, l'exigence de capital pour couvrir le risque de crédit est comprise entre 0,25 % et 1,60 % contre 8 % en l'absence de notation.

En second lieu, les perspectives de la monnaie unique et donc d'une courbe des taux unique au sein de la zone EURO pourraient contribuer à renforcer le poids relatif du risque spécifique sur les produits de dette et donc des organismes en charge de l'évaluer.

En France comme dans d'autres pays, la notation s'est développée du fait de l'intervention des pouvoirs publics qui l'ont imposée pour certains instruments financiers ou qui ont mis en oeuvre des mesures incitatives. Tel fut le cas dans un premier temps des titres de créance négociables à plus de deux ans puis des BMTN, ces deux obligations de notation ayant été successivement supprimées par décret. Seuls, les Fonds Communs de Créances restent soumis à l'obligation de notation du fait des dispositions législatives. Depuis un décret du 27 juin 1991, les OPCVM court terme sont autorisés à détenir 25 % de leur actif (contre 10 % auparavant) en titres émis par un même établissement de crédit, dès lors que ce dernier est noté.

La COB, par une décision du 9 décembre 1990, exige une notation de tout émetteur de titres de créances, si c'est la première fois qu'il fait appel public à l'épargne. Elle peut au titre du règlement 91-02 demander une notation par une agence spécialisée en cas "d'examen d'un prospectus d'admission ou d'émission de titres de créances ainsi que de valeurs mobilières représentatives du capital". Dans ce dernier cas les critères d'exigences de la notation sont laissés à la discrétion de la Commission. Il va de soi que le marché de la notation va au-delà des obligations légales et réglementaires (autres émetteurs, poursuite de la notation des TCN, notation des titres à court terme et d'OPCVM non monétaires...).

Ce sont toutefois ces obligations qui ont amené la Direction du Trésor à donner son agrément annuel à cinq agences qui sont celles auxquelles doit s'adresser l'émetteur soumis à obligation de notation. La COB reprend explicitement la même liste. Le Ministère de l'Economie et des Finances n'a jamais rendu publics les critères utilisés dans sa procédure d'agrément. Les Pouvoirs Publics entendent aujourd'hui poursuivre leur action visant à asseoir la crédibilité de la notation sur un marché encore jeune, ou les pratiques ne sont pas stabilisées ni toujours comprises par l'ensemble des acteurs, émetteurs ou investisseurs.

III . L'INTERMEDIATION BOURSIERE EN 1995

Après s'être redressée en 1993 et 1994, la situation des sociétés de bourse s'est de nouveau dégradée au premier semestre 1995, le seul dont les résultats soient connus à l'heure où ce rapport est rédigé. Leur chiffre d'affaires est en recul de 15,9% par rapport au premier semestre 1994, soit une proportion comparable à la baisse des transactions à la bourse de Paris (-15,8% sur la même période), alors même que les frais généraux n'ont été que faiblement réduits. Le résultat net avant impôts dégagé par l'ensemble de la profession, s'il reste positif enregistre une baisse de 82% (208 MF contre 1.156 MF au premier semestre 1994).

A LE NOMBRE DE SOCIETES DE BOURSE EN ACTIVITE

Au 30 juin 1995, 52 sociétés de bourse étaient en activité, contre 51 au 31 décembre 1994.

NR Bourse (groupe Pallas) a été mise en sommeil, tandis que deux sociétés ont démarré leur activité au premier semestre 1995 : Enskilda (en sommeil en 1994) et Staff (agrée fin 1994).

Ainsi, la répartition des sociétés de bourse selon la nature de l'actionnaire principal n'est pas sensiblement modifiée.

Répartition des sociétés de bourse selon la nature de l'actionnaire principal

Nombre de sociétés de bourse...	31/12/92	31/12/93	31/12/94	30/06/95
affiliées à un établissement de crédit ou une compagnie d'assurance	29	28	32	32
indépendantes	4	5	4	4
adossées à un groupe étranger	11	11	15	16
TOTAL	44	44	51	52

B L'ACTIVITÉ DES SOCIÉTÉS DE BOURSE

Au premier semestre 1995, le chiffre d'affaires de l'ensemble des sociétés de bourse actives s'est élevé à 6.836 MF, soit en diminution de 15,9% par rapport au premier semestre 1994.

Les produits sur instruments financiers à terme ont été presque réduits de moitié et ne représentent plus que 22,5% du chiffre d'affaires (contre 32,6% au premier semestre 1994), tandis que les opérations de trésorerie et interbancaires, plus que multipliées par deux en valeur absolue par rapport à la même période de 1994, constituent au premier semestre 1995 31,7% du chiffre d'affaires, contre 13% en 1994.

Les opérations de transactions sur titres, qui représentaient 50% de l'activité au premier semestre 1994 et 43% sur l'année entière ont encore diminué en valeur absolue et en proportion et ne constituent plus que 35,5% du chiffre d'affaires global des sociétés de bourse.

La concentration de l'activité s'est encore accentuée puisque cinq sociétés de bourse réalisent au premier semestre 1995 plus de 58% du chiffre d'affaire de la profession.

C LES RÉSULTATS

Le produit net bancaire de la profession s'établit à 2.306 millions de francs au premier semestre 1995, soit une diminution de 32,4% par rapport au premier semestre 1994. Le ratio produit net bancaire / produit d'exploitation bancaire s'établit à 33,74% sur la première moitié de l'année pour l'ensemble de la profession (contre 41,94% au premier semestre 1994).

En effet, les charges d'exploitation bancaire ont diminué de seulement 4% alors que les produits se réduisaient de plus de 15%. Par types d'activités, la contribution des opérations de trésorerie et interbancaires est moins négative qu'au premier semestre 1994 et le produit net bancaire dégagé par l'activité de contrepartie a plus que doublé. En revanche, les opérations sur instruments financiers à terme, qui contribuaient pour près de 30% à la formation du PNB ne représentent plus que 8% et ont chuté, en valeur absolue de plus de 80%.

L'effectif moyen des sociétés de bourse est resté stable à 78 personnes. Néanmoins, la légère baisse des frais généraux (-5,4%) n'a pas suffi à compenser la baisse d'activité. Ainsi, au premier semestre 1994, les frais généraux représentaient, pour l'ensemble de la profession, 69% du produit net bancaire ; au premier semestre 1995, ce ratio s'établit à 104%.

En 1994, le produit net bancaire dégagé ne couvrait pas les frais généraux pour trois sociétés de bourse ; en 1995, c'est le cas de 28 sociétés de bourse sur 52.

Ainsi, le résultat net avant impôt s'établit à 208 millions de francs contre 1.156 millions de francs au premier semestre 1994, soit une baisse de 82%.

Les sociétés de bourse indépendantes ont été particulièrement touchées par la baisse d'activité ; leur frais généraux n'ayant que peu diminué, elles enregistrent toutes un résultat net avant impôts négatif pour le premier semestre 1995. Si l'activité des sociétés de bourse dont l'actionnaire principal est étranger progresse légèrement au total, c'est seulement en raison de l'entrée en activité de nouvelles sociétés. Parmi les sociétés de bourse dont l'actionnaire de référence est une banque ou une compagnie d'assurance, une seule société voit son activité augmenter.

D LE RENFORCEMENT DE LA SPÉCIALISATION

En termes de statut, les évolutions reflètent ce qui a été observé précédemment : la croissance de l'activité des négociateurs purs résulte de l'adoption de ce statut par un nombre croissant de sociétés de bourse, et en particulier de l'adoption de ce statut par les sociétés entrées en activité au second semestre 1994 ou au premier semestre 1995. Les compensateurs multiples paraissent plutôt moins touchés par la baisse d'activité. Néanmoins, de nouveaux changements sont à attendre dans la mesure où le mouvement de spécialisation par métiers et par produits s'est poursuivi depuis l'arrêt des comptes semestriels.

Nombre de sociétés de bourse par statut au 31 décembre 1995

	Tous produits	Spécialisés actions	Spécialisés MONEP	Spécialisés produits de taux	Ensemble
Négociateurs compensateurs individuels	32			1	33
Négociateurs compensateurs multiples	3				3
Compensateurs multiples	3				3
Négociateurs purs	11	2	6	3	22
Ensemble	49	2	6	4	61

La spécialisation par métiers se traduit par l'adoption de plus en plus fréquente du statut de négociateur pur, pour lequel les exigences en fonds propres sont moindres. Ainsi, parmi les sociétés de bourse récemment entrées en activité, la majorité a adopté ce statut ; d'autres sociétés, qui jusqu'alors étaient négociateurs compensateurs individuels ont également opté pour celui de négociateur pur.

Certaines sociétés de bourse se spécialisent également par marchés, voire par produits, d'autres se scindent en plusieurs entités ou créent des filiales spécialisées.

IV . LE DEVELOPPEMENT DE L'ACTIONNARIAT : ETUDE SOFRES

Comme en 1992 et 1994, un sondage sur les porteurs de valeurs mobilières et sur l'actionnariat individuel a été réalisé par la SOFRES pour le compte de la COB, de la Banque de France et de la SBF-Bourse de Paris.

Le profil des détenteurs de valeurs mobilières

Après avoir fortement progressé au cours des années 1980, le nombre de porteurs de valeurs mobilières diminue régulièrement depuis le début des années 1990. Fin avril 1995, 10,4 millions de Français (soit 23,9% de la population française âgée de 15 ans et plus) étaient détenteurs de valeurs mobilières, contre 11,2 millions en 1994 et 12,4 millions fin 1992.

Ce mouvement de recul est observé pour toutes les valeurs mobilières, même si les privatisations de 1993/94 avaient contribué à enrayer la baisse du nombre d'actionnaires en France en 1994.

A LES ACTIONNAIRES

Le nombre d'actionnaires individuels de sociétés cotées s'élevait, fin avril 1995, à 5,3 millions, contre 5,7 millions l'année précédente. Parmi eux, 4,5 millions (soit 85% des actionnaires actuels) détiennent des actions de sociétés privatisées en 1986/87 ou en 1993/95 et 2,8 millions (soit 53% des actionnaires) ne possèdent pas d'actions d'autres sociétés cotées. L'impact des privatisations sur le nombre d'actionnaires apparaît ainsi très important, même si la dernière vague semble avoir eu un effet d'entraînement moins fort.

Les enquêtes précédentes avaient mis en évidence l'effet de rajeunissement et d'ouverture à des catégories de population traditionnellement peu détentrices d'actions de l'actionnariat français opéré par les privatisations. Cette dernière enquête fait apparaître une tendance inverse : entre avril 1994 et avril 1995, l'actionnariat français s'est recentré sur ces caractéristiques traditionnelles : relativement âgés, les actionnaires français sont en majeure partie des retraités et des cadres / professions libérales, ayant des revenus élevés et des placements personnels importants et résidant principalement en région parisienne, et, dans une moindre mesure dans la région Méditerranée. Ces caractéristiques sont cependant moins marquées pour les actionnaires de sociétés privatisées exclusivement.

B LES DETENEURS D'OBLIGATIONS

Fin avril 1995, environ 3,3 millions de Français (contre 3,8 millions en 1994) possédaient des obligations. Parmi eux, 800.000 personnes ne détenaient que des titres de l'emprunt d'Etat de juin 1993 ("emprunt Balladur"). La baisse de la détention d'obligations, qu'avait enrayer l'émission de cet emprunt, semble donc se poursuivre. Contrairement à l'effet des privatisations sur l'actionnariat, l'emprunt Balladur semble avoir été souscrit par une population très ciblée et tend à accentuer les caractéristiques, déjà marquées, de la population des porteurs d'obligations.

Alors que les porteurs d'obligations sont déjà très âgés (73% ont plus de 55 ans, contre 56% des actionnaires et 54% des porteurs d'OPCVM), les porteurs de titres de l'emprunt Balladur le sont encore plus (77% ont plus de 55 ans). Pour les deux autres types de valeurs mobilières étudiés dans le cadre de cette enquête (actions et OPCVM), les plus forts taux de détention sont observés chez les cadres/professions libérales puis chez les retraités. Cet ordre est inversé pour les obligations : 17,7% des retraités mais seulement 9,7% des cadres détiennent des obligations.

C LES DETENTEURS D'OPCVM

Globalement, on dénombre, fin avril 1995, 7,3 millions de détenteurs d'OPCVM, soit 17% des Français âgés de 15 ans et plus.

Le nombre de porteurs d'OPCVM monétaires est passé de 3,5 à 3,3 millions : malgré cette érosion, ce type d'OPCVM reste la valeur mobilière la plus largement diffusée. Le nombre de porteurs d'OPCVM obligations est resté stable à 3 millions. Enfin, le nombre de porteurs d'OPCVM actions a diminué sensiblement passant de 2,6 millions fin avril 1994 à 2 millions fin avril 1995.

Malgré cette tendance à la baisse, les OPCVM restent le type de valeur mobilière le plus largement diffusé : 15,8% des Français âgés de 15 ans et plus en détiennent, contre 12,2% pour les actions de sociétés cotées et 7,5% pour les obligations.

Plus largement diffusés, les OPCVM apparaissent aussi mieux répartis : les écarts entre les taux de détention des différentes classes d'âge ou catégories socioprofessionnelles sont plus faibles.

Le taux de détention augmente avec les revenus mensuels du foyer et le montant des placements personnels mais moins fortement que le taux de détention d'actions.

D LES DETENTEURS DE CONTRATS D'ASSURANCE-VIE

Pour la première fois, en 1995, les contrats d'assurance-vie ont été introduits dans le champ de l'enquête, dans la mesure où, s'ils n'entrent pas dans la catégorie des valeurs mobilières, ils peuvent apparaître comme un produit financier substituable aux valeurs mobilières. Le succès de ce type de placement auprès des ménages français est confirmé par les résultats du sondage puisque 6,9 millions de personnes, soit 15,8% des Français âgés de 15 ans et plus déclaraient, fin avril 1995, détenir ce produit.

Les contrats d'assurance-vie se placent donc, dans la liste des produits étudiés en troisième position, en terme de diffusion, après les comptes sur livrets et les OPCVM.

La croissance de la détention des contrats d'assurance-vie, en fonction de l'âge se distingue nettement de celle des autres produits financiers étudiés. Le taux de détention des 15-24 ans est relativement faible, même s'il est supérieur à leur taux de détention d'actions et d'obligations. Le taux de détention de ces contrats est supérieur ou égal au taux de détention d'OPCVM chez les 25-54 ans et inférieur chez les 55 ans et plus. Cette configuration

apparaît logique dans la mesure où ce type de produit répond essentiellement à un objectif de préparation de la retraite. Le fort taux de détention observés chez les plus de 55 ans laisse à penser que ces contrats sont aussi détenus dans un objectif de transmission aux héritiers dans un cadre fiscal favorable.

Au plan socioprofessionnel, les écarts de pénétration sont plutôt moins marqués que pour les OPCVM (eux-mêmes étant déjà mieux répartis entre les différentes catégories socio-professionnelles que les actions ou les obligations). Si globalement, la détention d'OPCVM est supérieure à celle des contrats d'assurance-vie, c'est l'inverse qui se produit pour toutes les catégories socioprofessionnelles, à l'exception des cadres/ professions libérales, des agriculteurs et des retraités. L'écart est particulièrement élevé pour les ouvriers (12% possèdent un contrat d'assurance-vie mais seulement 7% sont détenteurs d'OPCVM).

E LE COMPORTEMENT DES ACTIONNAIRES

Les actionnaires français détiennent en moyenne un peu plus de cinq lignes d'actions différentes dans leur portefeuille (contre 6 en 1993). Le phénomène inverse est observé pour les actionnaires de sociétés privatisées exclusivement (3,8 lignes contre 2,6).

35% des actionnaires ont ouvert un PEA, et, comme en 1994, environ un quart des actionnaires détenteurs de PEA ont alimenté ce PEA par des ventes de produits financiers et un quart a procédé à de nouveaux investissements.

En juin 1995, 49% des actionnaires déclaraient gérer seuls leur portefeuille d'actions (contre 60% en février 1993) et 12% d'entre eux le font gérer par leur conjoint. La délégation de gestion totale, formalisée par un mandat de gestion concerne 6% des actionnaires, soit un chiffre stable sur les trois dernières années. Néanmoins, les actionnaires les plus actifs (ceux ayant réalisé au moins six opérations) sont aujourd'hui plus souvent des investisseurs déléguant leur gestion (21% contre 11% en 1994).

Les relations des actionnaires avec leur chargé de compte sont globalement moins fréquentes qu'en 1994 : 18% d'entre eux ont un contact au moins trimestriel contre 28% en 1994 et plus de la moitié des actionnaires déclare prendre contact avec son chargé de compte moins d'une fois par an ou jamais.

Comme en 1994, les actionnaires sont globalement satisfaits de la gestion administrative et de la réalisation de leurs ordres par leur chargé de compte, mais se montrent plus critiques sur la qualité de l'information fournie sur les sociétés ou le fonctionnement du marché boursier et sur le conseil. Parmi les actionnaires, les plus actifs et ceux détenant les portefeuilles les plus importants se montrent plutôt plus sévères, alors que les actionnaires détenant exclusivement des actions de sociétés privatisées émettent des jugements plus favorables.

Le nombre d'opérations réalisées par les actionnaires, qui, notamment sous l'effet des privatisations, avait semblé augmenter en 1994, a diminué en 1995 : 62% des actionnaires n'ont réalisé aucune opération au cours du premier semestre 1995, contre 30% au premier semestre 1994. Les investisseurs ayant réalisé au moins six opérations (actionnaires les plus actifs) ne représentent que 5% des actionnaires contre 11% en 1993.

En 1995, 43% des actionnaires ont réinvesti, en totalité ou en partie, les dividendes qu'ils ont perçus.

Le jugement porté par les actionnaires sur l'investissement en actions est, en 1995, plus critique qu'en 1994. Ainsi, un actionnaire sur trois considère les actions comme "un investissement risqué et pas très rentable par rapport aux autres placements" et les actionnaires les jugeant risquées mais rentable à long terme ne représentent plus que 47% de l'ensemble des actionnaires (contre 58% en 1994).

Les actionnaires valorisent la sécurité des placements mais peu leur liquidité : ainsi, par les notes qu'ils attribuent aux produits financiers, ils classent les comptes sur livrets en tête des placements à court terme et troisièmes pour ceux à long terme, et les contrats d'assurance-vie, premiers à long terme et deuxièmes à court terme (alors même que ce type de produit implique un blocage des fonds de cinq à huit ans).

Les actions de sociétés privatisées reçoivent à peu près la même note à court et à long terme, mais elles devancent les actions des autres sociétés cotées à court terme (elles apparaissent respectivement au 7^{ème} et 8^{ème} rang). A l'inverse, elles sont classées au 8^{ème} rang à long terme alors que les actions de sociétés cotées autres que les privatisées sont au 5^{ème} rang.

L'opinion des actionnaires sur l'efficacité des différentes sources d'information à leur disposition pour gérer leur portefeuille d'actions apparaît relativement stable. La presse, et plus particulièrement la presse économique et financière, reste la source d'information privilégiée des actionnaires. Les établissements financiers constituent la deuxième source d'informations des actionnaires, mais ils sont jugés plus sévèrement par les actionnaires les plus actifs. Les média audiovisuels reçoivent, globalement, une note comparable à celle attribuée à la presse nationale, mais ils font également l'objet d'une opinion plus critique de la part des actionnaires les plus actifs et des actionnaires détenant les portefeuilles les plus importants. Les rapports annuels et autres documents diffusés par les sociétés elles-mêmes conservent des notes à peu près stables et sont classées, en terme d'efficacité, après la presse et les informations fournies par les intermédiaires financiers.

Si globalement, le taux de participation aux assemblées générales et de vote par procuration diminue (respectivement 4% contre 5% en 1994 et 36% contre 41%), les actionnaires les plus actifs assistent plus souvent aux assemblées générales qu'en 1994 (20% contre 14%) et sont globalement très impliqués dans ce domaine (66% votent directement ou par procuration).

La connaissance des résumés des documents d'information soumis au contrôle de la COB progresse légèrement, passant de 13 à 17%, même si ces résumés touchent essentiellement les investisseurs les plus actifs ou les détenteurs des portefeuilles les plus importants, et peu les actionnaires de sociétés privatisées exclusivement. S'ils sont jugés globalement utiles par 64% des actionnaires, l'évolution observée montre qu'ils répondent moins aux attentes des actionnaires : 44% estiment que les résumés leur permettent de se faire une première opinion (contre 56% en 1994) et 17% trouvent que l'information fournie dans ces résumés est trop compliquée (contre 10% en 1994).

Les principales sources d'information des actionnaires, à l'occasion des privatisations diffèrent des sources d'information habituelles : la télévision est le premier support d'information (77%) et devance la presse (61%) et la radio (46%). Les établissements financiers (cités par 45% des actionnaires comme source d'information) ont contacté les actionnaires plutôt par courrier (42% des cas) que lors d'un entretien (22%) ou par téléphone (13%).

Les résumés des documents d'information soumis au contrôle de la COB ont été vus par près de la moitié des actionnaires, qui les jugent toujours plutôt utiles (à 47%), mais plus pour se faire une première opinion que pour prendre une décision.

La moitié des actionnaires ne savent pas combien de temps ils pensent conserver leurs actions de sociétés privatisées et, parmi ceux qui ont en ont une idée, seuls 17% envisagent de les garder moins de dix-huit mois.

Nombre de détenteurs de valeurs mobilières en France

	1995 (avril)		1994 (avril)		1992 (décembre)
	taux de détention (%)	nombre de détenteurs (millions)	taux de détention (%)	nombre de détenteurs (millions)	nombre de détenteurs (%)
Actions cotées ou non	12,6 %	5,45	-	-	-
Actions cotées	12,2 %	5,28	13,2 %	5,7	4,5
▲ sociétés privatisées en 1993/95	8,8 %	3,83	10,7 %	4,6	-
▲ sociétés privatisées en 1986/87	3,9 %	1,70	-	-	-
▲ autres sociétés cotées	5,4 %	2,34	7,2 %	3,1	-
Actions non cotées	1,0 %	0,44	-	-	-
Obligations	7,5 %	3,25	8,9%	3,8	3,8
▲ titres de "l'emprunt Balladur"	3,3 %	1,44	4,3 %	1,8	-
▲ autres obligations	5,7 %	2,46	6,6 %	2,8	-
OPCVM	16,9 %	7,32	18,7 %	8,1	9,6
▲ OPCVM actions	4,6 %	1,99	6,1 %	2,6	2,6
▲ OPCVM obligations	6,6 %	2,85	7,0 %	3,0	2,6
▲ OPCVM monétaires	7,7 %	3,32	8,1 %	3,5	5,6
▲ OPCVM diversifiés	1,4 %	0,63	1,4 %	0,6	0,4
▲ OPCVM garantis	1,3 %	0,58	1,6 %	0,7	-
Valeurs mobilières	23,9 %	10,35	25,9 %	11,2	12,4
Contrats d'assurance-vie	15,8 %	6,85	-	-	-
Parts de SCPI	1,6 %	0,70	-	-	-
Comptes et livrets	27,9 %	12,08	-	-	-
PEA	5,7 %	2,5	7,9 %	3,4	3,0

La transparence du marché

La confiance et la transparence entre les différents acteurs du jeu économique constituent aujourd'hui deux conditions indispensables au fonctionnement harmonieux des systèmes bancaires et financiers internationaux qui ont connu de profondes mutations au cours des deux dernières décennies.

Dans ce domaine, l'information financière diffusée à l'épargnant revêt une importance accrue. Parce qu'elle doit répondre à la fois à des besoins généraux de régularité, de sincérité et d'image fidèle et à des besoins spécifiques en fonction de la nature des utilisateurs des comptes, l'information financière constitue aujourd'hui un produit dont l'élaboration et la diffusion relèvent de processus complexes.

En effet, afin que les investisseurs soient en mesure de prendre de façon éclairée leur décision, les informations fournies par les sociétés cotées doivent être représentatives de la santé économique et réelle de celles-ci, tant en ce qui concerne leur richesse (patrimoine et capitaux propres) que le niveau de leurs performances (compte de résultat) et leurs perspectives d'avenir.

La confiance des investisseurs dans les entreprises qui émettent des titres sur le marché repose sur la sécurité des opérations et la transparence des sociétés.

Cette transparence nécessite d'abord la délivrance d'une information, qui doit selon les textes de la COB être exacte et sincère ; elle doit également être rapidement portée à la connaissance du public, lorsqu'elle peut avoir une incidence sur le cours d'un titre (obligation dite d'information permanente).

Mais la transparence se heurte fréquemment à différents obstacles : difficultés d'assurer la comparabilité dans le temps et dans l'espace entre les différentes sociétés, à cause d'une harmonisation insuffisante des règles comptables, délais de production des états financiers trop tardifs, insuffisance de communication sur les risques d'entreprise, information trop dense et insuffisamment différenciée....

Face à cette situation, l'utilité et la pertinence de l'information financière dépendent de plus en plus de l'existence de deux facteurs essentiels :

- ▲ la normalisation : la normalisation comptable française par son système de partenariat entre la puissance publique et les représentants des professions du chiffre constitue un atout qu'il convient de rappeler. C'est dans cet esprit que la COB et le Conseil National de la Comptabilité avaient arrêté ensemble le principe de création d'une commission mixte visant à préciser la doctrine comptable sur les points soulevés par les sociétés faisant appel publiquement à l'épargne. La COB s'associe également pleinement aux réflexions en cours en vue de renforcer le rôle et l'action du CNC,
- ▲ la permanence des méthodes : l'utilité de l'information financière repose également sur la comparabilité dans le temps. *Il convient de rappeler à ce titre, la nécessité de respecter le principe fondamental de permanence des méthodes utilisées pour l'établissement des comptes, institué par le législateur dans le code de commerce. Pour tenir compte des besoins d'information des actionnaires et des tiers, une information détaillée sur tout élément affectant la comparabilité des comptes doit être fournie, en accordant notamment une attention particulière aux évolutions du périmètre d'activités des groupes et à la politique de constitution des provisions.*

I . L'INFORMATION PERMANENTE

Poursuivant sa mission d'amélioration de l'information, la COB s'est attachée en 1995 à lancer de nouveaux moyens de communication (la banque des communiqués) ou à poursuivre la promotion (le document de référence). Elle se préoccupe également de la diffusion de l'information financière et de son actualisation en temps réel à travers une banque de données informatique.

A LA BANQUE DES COMMUNIQUES

L'ouverture en septembre 1995 d'une banque des communiqués vise à permettre aux sociétés cotées de disposer d'un outil pratique de diffusion de leurs communiqués auprès de leurs actionnaires.

Elle assure à ces sociétés un support sur lequel leurs communiqués sont consultables dans leur intégralité et sans retraitement, la transmission de ceux-ci à la banque télématique valant transmission à la COB. Elle permet également au public d'avoir un accès à l'information rapide, direct et peu coûteux grâce au minitel.

L'ensemble des sociétés appartenant à l'indice SBF 120 a été contacté dans un premier temps et plus d'une centaine de sociétés a déjà rejoint le système. L'extension du service se poursuit auprès des sociétés du SBF 250 et du MIDCAC.

Le lancement de ce service en direction tant des sociétés que des investisseurs particuliers s'inscrit pleinement dans la mission d'information du marché dévolue à la Commission.

B LE DOCUMENT DE REFERENCE DEVIENT UN OUTIL DE COMMUNICATION

Le développement du document de référence s'est poursuivi en 1995 ainsi que la progression du nombre de rapports annuels enregistrés comme document de référence : 78 sociétés ont ainsi fait enregistrer un document contre 53 en 1994 et plus de la moitié sous forme de rapport annuel alors que la proportion atteignait 43 % l'an passé.

La notoriété du document de référence, document annuel contenant l'ensemble des données juridiques, économiques et comptables requises par la réglementation européenne et française, s'est affirmée tant auprès des sociétés que des investisseurs français et étrangers. La Commission incite les sociétés françaises à se doter d'un document de référence, afin de faciliter leur communication financière, notamment à destination des investisseurs français et étrangers. Ce document répond à l'objectif de promotion d'une information de qualité et favorise également la diffusion de cette information auprès d'un large public, surtout lorsqu'il s'agit du rapport annuel, accompagné le plus souvent d'un résumé.

Près des trois quarts des sociétés appartenant à l'indice CAC 40 établissent un tel document et la Commission souhaite qu'en 1996 l'ensemble des plus grandes sociétés cotées à la bourse de Paris dispose d'un tel support d'information.

II . L'INFORMATION PERIODIQUE

Le bilan de l'information périodique diffusée par les sociétés cotées au cours des dernières années est marqué par une amélioration sensible des délais des publications annuelles, semestrielles et trimestrielles.

Le taux de publication des comptes annuels provisoires est passé, pour l'ensemble des sociétés, de 91 % en 1990 à 94 % en 1995. Sur la même période, le pourcentage de sociétés publiant dans le délai réglementaire de quatre mois après la clôture de l'exercice ou dans un délai d'un mois suivant cette échéance (pour tenir compte des délais matériels de publication) a progressé de 67 % à 96 %.

Pour les états semestriels, le taux de publication a également progressé, passant de 96 % en 1990 à 99 % en 1995. La proportion de sociétés publiant dans le délai réglementaire reste stable à 97 %, étant précisé que la quasi totalité du solde des publications est effectuée dans un délai maximal d'un mois après l'échéance.

Le contrôle des publications effectué par la Commission donne lieu à des relances régulières auprès des sociétés cotées n'ayant pas respecté leurs obligations vis à vis du marché, directement par la COB ou par l'intermédiaire de ses délégations régionales, pour les sociétés dont le siège social est en province.

Dans la plupart des cas, les négligences constatées résultent de la méconnaissance de certaines dispositions législatives et réglementaires ou de l'absence d'une organisation de nature à garantir le respect des échéances.

La Commission rappelle que les sociétés doivent la tenir informée de tout événement susceptible d'affecter le délai de publication des informations comptables et prévoir, en cas de retard exceptionnel, la publication d'un communiqué comprenant les informations disponibles et le calendrier indicatif de publication des informations légales complètes.

III . LES QUESTIONS COMPTABLES

A LES CHANGEMENTS DE METHODE

Un des aspects essentiels de l'information financière est de permettre à l'investisseur de mesurer les performances de l'entreprise, de les comparer dans le temps ainsi qu'avec celles des entreprises concurrentes.

Cette comparabilité qui repose sur le principe de continuité de la société personne morale, suppose une certaine constance dans les méthodes d'évaluation utilisées selon un principe posé par l'article 11 du Code de Commerce. Ainsi, un changement de direction ne doit pas être l'occasion de faire peser sur les exercices passés ou sur celui qui s'achève, des charges ne lui incombant pas, dans le but de donner une image plus flatteuse des résultats futurs. De telles pratiques pourraient, en effet, donner à penser au public que les comptes peuvent faire l'objet de manipulations. Elles pourraient avoir pour conséquence d'altérer la confiance que l'épargnant doit pouvoir accorder aux comptes des entreprises dont les titres lui sont offerts et de constituer, en quelque sorte, une rupture dans le principe de l'égalité entre les anciens et les nouveaux actionnaires. Elles pourraient enfin mettre en question la vigilance, voire la responsabilité des administrateurs dans la mesure où ceux-ci auraient approuvé des situations dont le caractère contradictoire n'aurait pas d'explication acceptable.

La Commission a eu à diverses reprises au cours de l'année 1995, à réaffirmer le principe selon lequel le montant cumulé des amortissements porté dans les comptes est intangible. Ainsi, un changement de plan d'amortissement dûment justifié ne peut être que prospectif et ne doit pas donner lieu à une reprise en résultats (profit) d'amortissements antérieurement constatés.

De même, la Commission a rappelé à diverses reprises que l'inscription à l'actif du bilan, au cours d'un exercice, de charges débitées antérieurement dans le compte de résultat, qu'il s'agisse, par exemple, de frais d'émission d'emprunts ou de dépenses de grosses réparations déjà couvertes par des provisions, était très critiquable pour les raisons suivantes :

- ▲ elle contrevient au principe de l'intangibilité du bilan d'ouverture ;
 - ▲ elle représente un enrichissement comptable artificiel (profit exceptionnel) ;
 - ▲ elle introduit, par cette pratique, une rupture d'égalité entre les actionnaires, puisqu'il serait attribué aux nouveaux actionnaires un profit correspondant à des charges imputées aux anciens actionnaires ;
- elle n'apparaît pas conforme aux règles internationales.

La Commission a donc considéré que, compte tenu des règles applicables en France et de l'effet néfaste de pratiques de cette nature pour l'image de la place financière française, ces "réactivations" de charges ne devaient pas être enregistrées dans les comptes des entreprises faisant appel public à l'épargne.

B L'UTILISATION DE REFERENTIELS ETRANGERS

La Commission des opérations de bourse a été contactée par une société française qui envisageait d'utiliser, pour l'établissement de ses comptes consolidés, le référentiel comptable américain (US GAAP). La société proposait, en cas de divergence entre les traitements résultant des règles américaines et ceux résultant des règles françaises d'indiquer dans ses notes annexes les montants des capitaux propres et du résultat net tels qu'ils auraient été arrêtés selon les normes françaises.

La Commission a saisi sur ce point le Conseil national de la Comptabilité. Son président a répondu par courrier, qu'une société française devait obligatoirement établir les comptes consolidés du groupe dont elle est à la tête, selon les règles comptables françaises. Il a estimé, dans le cas où une société n'appliquerait pas les règles françaises *"qu'il pourrait être fait application, aux dirigeants de la société en cause, des dispositions de l'article 439 de la loi du 24 juillet 1966 relatif à l'absence de comptabilité et ceci d'autant plus que la condition se rapportant à l'intention exigée pour la poursuite des infractions d'une certaine gravité paraît surabondamment prouvée par l'indication en annexe des points de divergence avec la loi française"*.

Par conséquent, si une société applique des règles étrangères pour l'établissement de ses comptes, deux cas peuvent être distingués :

- ▲ ces règles sont compatibles avec les règles françaises et la société ne publie qu'un jeu de comptes ;
- ▲ ces règles ne sont pas compatibles avec les règles françaises et la société doit produire un jeu de comptes en accord avec les règles nationales complété, si elle le souhaite, du jeu de comptes établi en conformité avec les règles étrangères.

Lors d'une opération de marché, les émetteurs devront donc obligatoirement présenter dans la note d'opération soumise à la Commission leurs comptes établis en stricte conformité avec les règles françaises, complétés, s'ils le désirent, d'un jeu de comptes établis en fonction d'un référentiel étranger.

C LA COMPTABILISATION DES ACTIFS INCORPORELS DANS LES COMPTES CONSOLIDES

1 - LES ACTIFS INCORPORELS IDENTIFIABLES

Pour ce qui concerne l'inscription dans les comptes consolidés d'éléments incorporels issus de l'acquisition de filiales entrant dans le périmètre de consolidation, la Commission a rappelé, à diverses reprises, que l'inscription de tels éléments n'avait de justification que si la société s'engageait à assurer le maintien de leur valeur dans l'avenir par des actions appropriées dans le cadre de son exploitation. La société doit en outre définir des critères chiffrés, objectifs et vérifiables, année après année, sur lesquels cette valeur peut être fondée, permettant ainsi de déterminer le montant de la provision éventuelle.

S'agissant du principe exposé dans le projet de norme de l'IASC (exposition draft 50), selon lequel l'amortissement systématique des éléments incorporels devrait être pratiqué, la Commission a opposé les arguments suivants.

Si, lors d'une acquisition, le "surprix" payé correspond à un élément identifié en fonction de différents paramètres, par exemple la protection juridique (marques), la dépendance juridique ou économique de la clientèle (parts de marché), générant des flux pouvant être raisonnablement appréhendés et valorisés selon des règles reconnues dans le secteur d'activité, l'amortissement obligatoire de cet élément incorporel apparaît inadapté.

En effet, contrairement aux éléments corporels, comme les machines qui subissent une détérioration irréversible en fonction de leur utilisation, les immobilisations incorporelles, elles, ne se déprécient pas lorsqu'on en fait usage. Bien au contraire, des marques très anciennes se sont d'autant plus valorisées qu'elles ont été utilisées.

La question qui se pose alors, chaque année, est de savoir si les revenus futurs attachés à la détention de ces éléments incorporels représentent, en cumul, une valeur au moins égale à celle inscrite au bilan consolidé, le chiffrage étant effectué sur la base des paramètres utilisés lors de l'inscription initiale au bilan ("Impairment testing"). Ce n'est que si la réponse est négative que l'entreprise devra constituer une provision pour dépréciation.

La conception économique et financière de l'amortissement est de permettre le maintien du potentiel d'exploitation de l'entreprise, grâce à des montants prélevés sur le résultat qui, cumulés (hors inflation et variation de prix) devraient permettre, à l'issue de la période d'utilisation d'un bien, de procéder à son renouvellement.

Si cette conception était appliquée aux éléments incorporels identifiés, cela conduirait à constituer des fonds d'amortissement qui risqueraient de ne pas être utilisés, puisque ces biens n'auraient pas à être renouvelés sinon à échéance lointaine et indéterminée.

En outre, le maintien des performances économiques d'un actif incorporel identifié nécessite d'engager chaque année des dépenses "d'entretien", par exemple, des dépenses de publicité ou de lutte contre la contrefaçon pour la protection des marques. La constatation, dans le compte de résultat, à la fois d'une dotation aux amortissements et de dépenses de protection des incorporels identifiés pourrait conduire, en quelque sorte, à une double charge, non justifiée économiquement.

La Commission a également fait observer que l'amortissement systématique aboutirait à accroître les écarts entre la valeur d'une entreprise issue de son bilan et sa valeur financière et transactionnelle, qui, elle, tiendrait compte de ses éléments incorporels.

Pour toutes ces raisons, la Commission ainsi que nombre d'entreprises et de professionnels considèrent que l'amortissement des éléments incorporels identifiés ne doit pas être rendu obligatoire.

Aussi ce n'est qu'en cas de difficultés dans la détermination des paramètres de calcul, qu'une entreprise peut décider légitimement, dans un souci de prudence, de procéder à l'étalement du coût d'acquisition d'un élément incorporel identifié par le biais de l'amortissement. Cette décision devrait être prise dès l'acquisition du bien ou ultérieurement dans des cas exceptionnels, lorsqu'à la suite d'opérations de restructuration, par exemple des fusions, la valorisation de l'élément incorporel ne peut plus être suivie avec les critères précis appliqués à l'origine. Dès lors, en vertu du principe de prudence, l'amortissement devrait être pratiqué sur une période courte.

Ces positions de la Commission ont été exposées auprès des différentes institutions, tant nationales qu'internationales, notamment au Conseil du comité des normes comptables internationales (IASB board) en octobre 1995, dans l'attente des précisions qui seront apportées en ce domaine par le CNC, dans le cadre du groupe de travail qui a été créé en 1995.

2 - LES ACTIFS INCORPORELS NON IDENTIFIABLES (SURVALEURS)

a) Modalités d'imputation sur les capitaux propres consolidés

Selon les règles applicables en France, les écarts d'acquisition positifs (survaleurs) qui correspondent à la différence entre le coût d'acquisition des titres d'une filiale et la quote part correspondante de ses capitaux propres après prise en compte des écarts d'évaluation, que ce soit sur éléments corporels, incorporels ou financiers, doivent être inscrits à l'actif et amortis.

Se fondant sur la possibilité offerte par les textes qui indiquent que, dans des cas exceptionnels, dûment justifiés dans l'annexe, l'écart d'acquisition peut être directement inscrit dans les capitaux propres, la Commission des opérations de bourse a indiqué, dans son bulletin de janvier 1988, que *“cet écart pouvait être imputé en diminution des capitaux propres consolidés, uniquement lorsque l'acquisition d'une filiale avait été réalisée par émission d'actions”*.

Plusieurs sociétés ayant, en 1995, interrogé la Commission sur les modalités de cette imputation, il leur a été apporté les précisions suivantes : en vertu du principe de l'intangibilité du bilan d'ouverture, l'imputation (du seul écart d'acquisition et non des écarts d'évaluation) sur les capitaux propres consolidés ne doit pas conduire à une minoration des capitaux propres antérieurs.

Cette écriture ne peut, par conséquent, être enregistrée que dans le cas où la prime dégagée lors de la création des titres émis en rémunération de l'acquisition, qu'il s'agisse d'une prime d'apport, de fusion ou d'échange, est d'un montant suffisant. Dans le cas contraire, la partie de la “survaleur” excédant la prime dégagée par l'opération doit être inscrite à l'actif et amortie, conformément à la règle générale.

Un traitement contraire, qui conduirait à effectuer un prélèvement sur les capitaux propres antérieurs, contreviendrait à la fois aux principes comptables rappelés ci-dessus et à la réalité de la transaction.

b) Plan d'amortissement

La Commission a été interrogée par des émetteurs sur les modalités d'amortissement d'un écart d'acquisition constaté sur une filiale acquise au cours de l'exercice 1995 qu'elle envisageait d'amortir en fonction des résultats de cette dernière, étant précisé que la société avait prévu une dotation “plancher” correspondant à un amortissement sur 20 ans.

La Commission a pris l'attache du Conseil national de la comptabilité qui a arrêté la position suivante en septembre 1995 : “si l'écart d'acquisition est considéré comme un actif et dès lors que celui-ci doit donner lieu à amortissement, cadre dans lequel s'est située la société, c'est aux règles relatives à l'amortissement qu'il convient de se reporter”.

Bien que le Code de commerce et le Plan comptable général ne fixent pas de manière précise de méthode d'amortissement, le Conseil a rappelé “que l'amortissement est l'étalement d'un coût dont les modalités ne doivent, de quelque manière que ce soit, être liées au résultat, étant précisé que le plan d'amortissement dépend de la façon dont on utilise l'actif... Si au cours d'un exercice survient une dépréciation irréversible supplémentaire, celle-ci doit être constatée dans les comptes par un amortissement exceptionnel”.

**c) Traitement des écarts d'acquisition lors
d'une opération de fusion-absorption
d'une société mère par sa filiale (fusion "à l'envers")**

Au cours de l'année 1995, la Commission a été amenée à rappeler à plusieurs groupes qu'une opération de fusion-absorption de la société mère par une filiale intégrable globalement s'assimile, dans les comptes consolidés et conformément au plan comptable général, à une opération de restructuration interne intéressant des entreprises situées dans le périmètre de consolidation, qui perpétue le groupe avec simplement une suppression des intérêts minoritaires qui deviennent actionnaires du groupe ainsi restructuré.

L'écart d'acquisition dégagé par la société mère lors de sa prise de participation dans sa filiale et enregistré antérieurement dans les comptes consolidés doit donc y être maintenu, comme le rappelle le rapport annuel de la COB 1992 : "la suppression d'un "trait de plume" à la suite d'une fusion, d'écarts d'acquisition dont le coût était pris en charge par un étalement chaque année dans les comptes consolidés, n'apparaît pas en effet donner une vision pertinente des opérations réellement intervenues".

Une approche contraire entraînerait une rupture par rapport aux comptes consolidés certifiés des exercices antérieurs et ne donnerait pas une représentation exacte de la réalité du groupe. En effet, l'écart d'acquisition issu des éléments précédemment acquis par un groupe dans une filiale serait annulé par une simple opération juridique interne au groupe, alors qu'elle n'aboutit de fait qu'à une nouvelle répartition des droits des actionnaires dans ce groupe. Elle conduirait également à améliorer la rentabilité future du groupe en supprimant la dotation aux amortissements des écarts d'acquisition.

La position de la COB a été partagée par la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes. Lors d'une opération similaire, la Compagnie a précisé que "bien que la société consolidante, du fait du sens de la fusion, ne soit plus la même, les comptes consolidés restent ceux du même groupe et l'incidence d'une telle opération doit ainsi rester neutre sur les comptes consolidés établis par l'entité issue de la fusion".

**d) Incidence d'un redressement fiscal
sur le montant de l'écart d'acquisition**

A la suite d'un redressement fiscal dans sa filiale étrangère, une société française souhaitait, trois ans après l'acquisition d'une sous-filiale par cette filiale étrangère, augmenter dans ses comptes consolidés l'écart d'acquisition dégagé à cette occasion du montant de la charge d'impôt résultant du redressement. L'administration fiscale locale à la suite d'un contrôle opéré dans la filiale étrangère avait fondé sa notification en fonction de la législation fiscale particulière, sur l'affectation de l'écart entre actifs amortissables et non amortissables en rejetant la déductibilité d'une partie des amortissements. La CNCC, lors de l'examen de cette question effectuée avec la participation de la Commission, a considéré qu'il ne s'agissait pas, "au cas d'espèce, d'un passif fiscal de la société acquise et donc que la charge d'impôt subie par la société acheteuse étrangère ne pouvait être considérée comme un élément du prix d'acquisition de sa filiale de nature à remettre en cause l'écart d'acquisition initialement comptabilisé dans les comptes de la société mère consolidante française."

La Commission a rappelé, à cette occasion, que le raisonnement exposé dans le rapport annuel 1991, concernant la prise en compte des provisions pour restructurations dans le calcul de l'écart d'acquisition d'une société, est de portée générale. En effet, seuls les éléments de passif de la société acquise peuvent être pris en compte et non les éléments de passif propres à la société acheteuse, ce qui aboutirait à augmenter indûment cet écart.

D LES VARIATIONS DU PERIMETRE DE CONSOLIDATION

1 - PRÉSENTATION COMPTABLE DE L'OPÉRATION DE DÉCONSOLIDATION

Comme par le passé, plusieurs groupes ont été amenés à s'interroger sur l'information à donner en cas de déconsolidation d'une filiale, afin de permettre une bonne comparabilité des comptes dans le temps. La Commission a rappelé la nécessité de suivre l'évolution des comptes dans le temps pour pouvoir les interpréter. Toutefois, les éléments permettant d'assurer la comparabilité doivent être donnés dans l'annexe aux comptes ⁽¹²⁾. En effet, le compte de résultat doit retracer l'ensemble des flux dont le groupe a eu la gestion pendant l'exercice. Aussi, isoler dans le compte de résultat sur une ligne distincte le résultat des activités cédées ou en cours de cession à la date de clôture ne paraît pas approprié. Cette pratique :

- ▲ ne permet pas de retracer les flux dont le groupe a eu la gestion pendant l'exercice et donc d'assurer la comparabilité par rapport à l'exercice précédent,
- ▲ introduit des disparités parfois importantes entre les éléments publiés en cours d'exercice (chiffre d'affaires trimestriel, compte de résultat semestriel) et ceux résultant de l'arrêté des comptes de l'exercice,
- ▲ ne permet pas non plus de disposer d'une base de comparaison pour l'avenir dans les cas, au demeurant fréquents, où la trésorerie disponible du fait des cessions et apparaissant momentanément au bilan est réinvestie ensuite dans de nouvelles activités générant des flux futurs d'exploitation qui seront enregistrés sur diverses lignes du compte de résultat.

2 - PREMIÈRE CONSOLIDATION D'UNE FILIALE DÉTENUE DEPUIS PLUSIEURS EXERCICES

Le rapport annuel de 1991 précisait que la prise de contrôle par la société-mère d'une entreprise doit entraîner, à même date, son entrée dans le périmètre de consolidation. Si celle-ci est retardée, ce qui ne devrait se produire que dans des cas tout à fait exceptionnels prévus par la loi (article 357-4 de la loi du 24 juillet 1966) nécessitant une justification dans l'annexe, les résultats obtenus entre-temps par l'entreprise consolidée sont sans incidence sur l'écart de première consolidation et les capitaux propres consolidés d'ouverture, ce qui est logique puisque ce sont des faits postérieurs à la prise de contrôle.

En revanche, plusieurs cas sont apparus en 1995 dans lesquels des filiales étaient consolidées pour la première fois après de nombreuses années de détention, au prétexte qu'elles avaient franchi le "seuil de signification" défini par le groupe pour consolider longtemps après leur acquisition. Dans ce cadre, si le montant des réserves accumulées par la filiale depuis la prise de contrôle est très significatif, il apparaît que l'impact de l'entrée tardive dans le périmètre de consolidation de ladite filiale relève plus d'une correction d'erreur, devant être traitée comme telle, que d'un événement exceptionnel de l'exercice.

La Commission a rappelé à cette occasion que l'exclusion d'une filiale bénéficiaire du périmètre de consolidation doit être justifiée et ne doit en aucun cas conduire, en fonction de critères dont le choix relève de la seule société (seuils de signification), à ce que des groupes se créent des sources potentielles de résultat consolidé par l'exclusion arbitraire de sociétés bénéficiaires du périmètre de consolidation en opposition avec les règles en vigueur.

⁽¹²⁾ Cf Rapport annuel COB de 1994

3 - LA PRISE EN COMPTE DES PLUS-VALUES LORS DE LA DÉCONSOLIDATION

Des sociétés se sont interrogées sur la déconsolidation, à la date de clôture, de filiales pour lesquelles des accords de cession étaient intervenus en fin d'année, accompagnés d'une condition indépendante de la volonté des parties, par exemple, l'agrément d'une autorité publique dont la levée devait s'effectuer au début de l'exercice suivant. Si les textes prévoient la déconsolidation d'une filiale destinée à être cédée, ils ne précisent pas explicitement le traitement à retenir dans cette situation.

La Commission a considéré que la déconsolidation patrimoniale de ces filiales pouvait s'effectuer à la date de clôture, les flux de l'exercice étant conservés dans le compte de résultat consolidé, conformément à la position exprimée antérieurement ⁽¹³⁾.

Pour ce qui concerne la prise en compte de la plus-value de cession, il a été indiqué que, puisqu'il y avait accord signé des parties avant la clôture de l'exercice, sa traduction dans les comptes de l'exercice donnait une image fidèle de l'opération. Cependant, compte tenu de l'existence de cette condition exogène, il a été demandé aux sociétés concernées, dans un souci de prudence et afin de respecter la chronologie des événements, de constituer une provision pour risques et charges dans le but de neutraliser le profit de cession. Le traitement futur de cette provision lors de l'arrêté des comptes a, en outre, été précisé en fonction des cas suivants :

- ▲ *soit la condition est satisfaite, la provision devenant sans objet est donc reprise par le compte de résultat,*
- ▲ *soit la condition n'est pas momentanément satisfaite, la provision est maintenue,*
- ▲ *soit la condition ne sera jamais remplie, la provision et la plus-value sont annulées.*

Il apparaît donc clairement, dans cette situation, que la plus-value ne participe à la formation du résultat consolidé au cours duquel l'accord a été signé entre les parties, que dans le cas où la condition a été satisfaite avant la date d'arrêté des comptes par l'organe compétent.

E LE TRAITEMENT DES ECARTS DE CONVERSION DANS LES COMPTES CONSOLIDÉS

Le traitement des écarts de conversion dans les comptes consolidés pose diverses difficultés, lorsque des restructurations sont réalisées au sein du groupe, à l'intérieur d'une même zone monétaire.

Ainsi, des questions ont été posées à la Commission par des émetteurs sur le traitement comptable d'une opération envisagée de cession d'une filiale suivie d'une acquisition d'une autre société située dans la même zone monétaire, alors que la société utilise la méthode du cours de clôture pour convertir les comptes de sa filiale. Les émetteurs ont indiqué que, dans la mesure où il n'y aurait pas de désinvestissement du groupe dans cette zone monétaire et donc aucune remontée de capitaux vers la société-mère, l'écart de conversion négatif relatif à cette filiale en cours de cession inscrit dans les capitaux propres pourrait y être maintenu, et non constaté dans le compte de résultat.

⁽¹³⁾ Cf Rapport annuel COB de 1994

Or, le plan comptable général prévoit que : "la méthode du taux de clôture étant plus fondée sur la notion d'investissement net, que sur la notion d'unité économique, elle permet de reporter l'inscription en résultat des écarts de conversion, à la date de cession de la participation. Toutefois, la plus grande prudence doit être observée au sujet de l'inscription dans les capitaux propres d'un écart de conversion négatif provenant de la détention par l'entreprise consolidée d'actifs monétaires".

Ainsi, par une lecture stricte de ce paragraphe, la cession de la filiale étrangère devait se traduire, dans ce cas précis, par la comptabilisation d'une perte de change.

Cependant, la Commission a considéré que dans le cas particulier, la position de la société est acceptable si l'opération de cession suivie d'une acquisition était effectuée par substitution de droits patrimoniaux, c'est-à-dire un échange de titres sans versement d'espèces et correspondant à des éléments d'actif et de passif équivalents. Cette solution se justifie dans une logique économique de continuité d'un investissement dans une même zone monétaire.

Il importe également que la société neutralise l'éventuelle plus-value d'échange dégagée sur la base de la monnaie locale, la constatation d'un profit sans prise en compte de la perte de change correspondante n'apparaissant pas donner une image fidèle de la transaction. La Commission a enfin indiqué que toutes les justifications nécessaires doivent être fournies dans l'annexe des comptes consolidés en précisant notamment, la volonté du groupe de se maintenir dans la zone monétaire concernée.

F LES FRAIS DE RECHERCHE ET DE DEVELOPPEMENT

En réponse à plusieurs interrogations soulevées par des sociétés cotées relatives au traitement comptable des frais de recherche et de développement, et notamment leur amortissement, la Commission des opérations de bourse a apporté les précisions suivantes.

Conformément aux dispositions du Plan Comptable Général, les frais de recherche et de développement constituent, en règle générale et par application du principe de prudence, des charges de l'exercice. Toutefois, le PCG permet à titre exceptionnel d'inscrire ces frais à l'actif du bilan si les trois conditions suivantes, qu'il appartient aux sociétés et à leurs commissaires aux comptes de vérifier, sont remplies :

- ▲ "les projets doivent être nettement individualisés et leur coût distinctement établi pour être réparti dans le temps,
- ▲ chaque projet doit avoir, à la date de l'établissement des situations comptables, de sérieuses chances de réussite technique et de rentabilité commerciale,
- ▲ sauf cas exceptionnels, ces frais doivent être amortis systématiquement dans un délai qui ne peut dépasser cinq ans."

L'inscription à l'actif du bilan des frais de recherche et de développement constituant déjà une dérogation, il n'apparaît pas pertinent, dans le respect du principe de prudence, d'accentuer cette dérogation en permettant de différer la date de départ d'amortissement de ces frais. Il convient donc de les amortir, selon un plan d'amortissement, dès l'exercice au cours duquel ils sont portés à l'actif du bilan. Cette solution est d'ailleurs conforme à l'article 19 (alinéa 7) du décret du 29 novembre 1983 qui ne prévoit expressément la possibilité de différer l'amortissement de frais de recherche et de développement que pour les dépenses d'exploration minière.

G LES PROVISIONS POUR RETRAITE

A la suite de plusieurs questions concernant les modalités de constitution des provisions pour retraite, la Commission a apporté les précisions suivantes :

La constatation pour la première fois d'une provision pour engagements de retraite constitue un changement de méthode comptable auquel la COB est favorable comme en témoignent ses prises de position successives ⁽¹⁴⁾.

Ce provisionnement peut s'effectuer par imputation sur les capitaux propres pour la partie des engagements existant à l'ouverture d'un exercice, ce qui constitue une des rares exceptions au principe de l'intangibilité du bilan d'ouverture. Cette position s'appuie sur celle adoptée par le Conseil national de la comptabilité en 1973 pour la régularisation des charges liées aux congés payés et sur les travaux très approfondis menés par l'Ordre des Experts Comptables de 1979 à 1984.

Le provisionnement, pour la première fois, des engagements de retraite peut également s'effectuer par le biais d'un étalement sur les comptes de résultats des exercices ultérieurs. Mais cette option ne peut être utilisée que si la durée retenue est cohérente avec la durée résiduelle moyenne d'activité des employés encore présents dans l'entreprise.

Il convient de préciser également que, pour la COB, les engagements envers des personnes déjà admises à la retraite doivent nécessairement avoir été provisionnés pour leur montant total ⁽¹⁴⁾.

Dans le cas de la première consolidation de filiales étrangères consolidées, il faut distinguer les cas suivants :

- ▲ *si une société mère française provisionne ses engagements de retraite relatifs aux salariés en activité et acquiert des sociétés étrangères qui ne les ont pas provisionnés, les comptes des filiales étrangères apparaissent devoir être retraités au nom de l'homogénéité des méthodes comptables au sein du groupe ;*
- ▲ *si, en revanche, la société mère française ne provisionne pas ses engagements de retraite relatifs aux salariés en activité et acquiert des sociétés étrangères qui les ont provisionnés, notamment parce qu'il s'agit d'un traitement comptable obligatoire localement, il n'apparaît pas opportun de retraiter les comptes des filiales étrangères et ceci principalement dans le respect du principe de prudence.*

Cette position se réfère aux règles édictées par le plan comptable qui indique que :

“l'application de règles d'évaluation homogènes est nécessaire dès lors qu'une situation se présente de façon similaire dans plusieurs entreprises consolidées. A l'inverse, cette application peut se trouver limitée dès l'instant où certaines entreprises exercent leurs activités dans des secteurs ou des zones géographiques qui présentent des caractéristiques économiques propres.

Dans certains cas, il peut s'avérer difficile d'apprécier du point de vue des règles comptables le caractère spécifique d'une activité exercée par l'ensemble des entreprises consolidées. Ce choix peut s'exercer en faveur d'une méthode unique acceptable pour ces diverses activités (la priorité est donnée à l'homogénéité) ou en faveur de la juxtaposition de plusieurs méthodes différentes (la priorité est accordée à la pertinence). Dans l'un et l'autre cas, le choix doit être motivé et le principe de permanence des méthodes respecté”.

⁽¹⁴⁾ Cf. Bulletin mensuel COB n° 189 de février 1986
Rapport annuel COB 1993 pages 24 et 129

H LA COMPTABILISATION DES BONI DE FUSION DANS LES COMPTES SOCIAUX

Lorsque dans une fusion-absorption, la société absorbante se trouve détenir des actions de la société absorbée, la substitution de l'actif net apporté à la valeur comptable des titres détenus par la société absorbante se traduit généralement par un bonus ou un malus de fusion.

Le bonus représente un écart positif entre l'actif net reçu par la société absorbante, proportionnellement à la participation détenue dans la société absorbée, et la valeur comptable de cette participation. Un malus est dégagé lorsque cet écart est négatif.

L'enregistrement du bonus dans le compte de résultat social ne peut se justifier en vertu du principe de symétrie que si le bonus provient de résultats accumulés dans la filiale et non distribués, constatés dans les comptes consolidés des exercices antérieurs. En l'occurrence, cette inscription dans le compte de résultat exceptionnel revient à réintégrer dans les comptes sociaux les résultats de la filiale comptabilisés par le groupe dans ses états financiers consolidés, étant précisé que, s'ils avaient été intégralement distribués par la filiale, ils auraient été comptabilisés en produits dans les comptes sociaux de la société-mère.

Dans le cas où le bonus excéderait le cumul des réserves, ce qui devrait être rarement le cas puisque, dans les opérations de restructuration interne, la "juste valeur d'apport" devrait généralement correspondre aux valeurs retenues en consolidation ⁽¹⁵⁾, le bonus s'assimilerait alors à une réévaluation et ne pourrait être constaté en profit mais devrait être inscrit dans les capitaux propres comme la prime de fusion elle-même.

I L'ARRETE DES COMPTES DANS LES SOCIETES ANONYMES COTEES

La Commission a rencontré à plusieurs reprises au cours de l'année 1995 des sociétés qui envisageaient de ne présenter que le bilan et le compte de résultat, sociaux et consolidés, au Conseil d'administration (ou Directoire) arrêtant les comptes, les notes annexes devant être établies ultérieurement.

La Commission, à ces occasions, rappelle que l'annexe fait partie intégrante des comptes annuels et que l'article 340 de la loi sur les sociétés commerciales prévoit que la responsabilité de l'établissement des comptes annuels incombe au Conseil d'administration ou au directoire. De même, l'article 357-1 stipule que les comptes consolidés sont établis à la diligence du Conseil d'administration ou du directoire.

Il est par conséquent indispensable que les comptes sociaux et consolidés soient présentés au Conseil ou au Directoire dans leur intégralité, c'est-à-dire accompagnés de notes annexes complètes.

⁽¹⁵⁾ Cf. Rapport annuel COB de 1994

IV - L'AMÉLIORATION DE L'INFORMATION COMPTABLE

A COLLABORATION AVEC LE CONSEIL NATIONAL DE LA COMPTABILITE (CNC)

1 - LES FUSIONS - LES SCISSIONS - LES APPORTS PARTIELS D'ACTIFS

Durant l'année 1995 le groupe de travail constitué au sein du CNC dans le but d'examiner le traitement comptable des opérations de regroupement s'est réuni à plusieurs reprises.

Au cours de ces réunions la Commission des opérations de bourse, tout en indiquant que la question spécifique des rachats d'intérêts minoritaires devait être étudiée, a rappelé la position antérieurement exposée dans sa recommandation de 1977 qui distingue trois natures d'opérations de fusion :

- ▲ *les acquisitions ou prises de contrôle, qui entraînent la domination d'une entité sur l'activité de toutes les autres en raison du transfert de pouvoirs et de risques qui s'est réalisé à leur occasion,*
- ▲ *les restructurations internes, qui se définissent comme le processus conduisant à éclater ou regrouper une ou plusieurs entités économiques caractérisées par l'unité de leur direction et de leur stratégie, sans que cette unité soit remise en cause,*
- ▲ *les associations d'intérêts, qui se définissent par la réunion d'activités antérieurement distinctes en une entité commune à la gestion et aux risques de laquelle participent sur pied d'égalité les dirigeants et les actionnaires des entités préexistantes".*

Cette recommandation de 1977 précise également que :

"la nature économique d'une opération est indépendante de sa qualification juridique : les fusions, scissions ou apports partiels intervenant entre sociétés d'un ordre de grandeur comparable et indépendantes l'une de l'autre sont assimilables à un mariage de sociétés ; d'autres conclus généralement entre sociétés de tailles très dissemblables peuvent se comparer plutôt à un achat de la petite société par la grande. Dans ce dernier cas, les actions d'apports ne donneront, par hypothèse, aucun pouvoir de décision ni même aucune influence dans la société émettrice ; l'achat conclu peut être, au contraire, celui du contrôle de la société réceptrice réalisé au moyen d'un apport partiel d'actif de la société acheteuse. L'opération peut encore s'analyser économiquement en une simple restructuration à l'intérieur d'un groupe quand les deux sociétés parties au contrat obéissent à un même pouvoir de décision, soit qu'une société-mère absorbe sa filiale, soit qu'elle décide de fusionner deux sociétés qu'elle contrôle entièrement, ou de faire procéder entre elles à des transferts d'actifs".

En fonction de leur nature, ces différentes opérations ne relèvent pas des mêmes critères pour le calcul de la rémunération. Il importe donc, dans la détermination des parités, de retenir une approche multicritères adaptée. En effet, les valeurs d'échange représentent des valeurs relatives correspondant aux éléments estimés des sociétés.

L'actionnaire qui se prononce sur une fusion doit disposer de critères équitables et pertinents ainsi que de leur traduction en valeurs relatives, également exprimées en montant unitaire par action. Le résultat du calcul par action de chacune des méthodes utilisées doit être accompagné d'un argumentaire clair et précis sur le choix de la parité proposée.

Pour ce qui concerne l'évaluation et la traduction comptable des apports, certains prônent la déconnexion entre les valeurs d'échange et les valeurs inscrites dans les traités d'apport. A l'inverse, d'autres sont partisans d'une traduction comptable de l'opération fondée sur une logique d'acquisition qui attribue une valeur aux actifs apportés, fonction du coût pour l'émetteur des titres émis en rémunération de l'opération ⁽¹⁶⁾.

Sur le plan comptable, il convient d'enregistrer dans les comptes de la société bénéficiaire de l'apport le contenu du traité d'apport en vertu de l'article 12 du Code de commerce et du Plan comptable général (chapitre I du titre II).

Or, dans différents cas, il a été relevé que l'évaluation des apports était marquée par un excès de prudence en vue d'éviter le reproche de surévaluation, ou par le souci de certaines sociétés d'accroître leurs bénéfices futurs. Cette pratique conduit à introduire dans les comptes de la société absorbante des éléments sous-évalués, manifestement inférieurs à leur valeur d'échange.

La Commission a ainsi été saisie du cas suivant : une société apporte à une autre société une branche d'activité composée d'actifs et de passifs et notamment un fonds de commerce créé, représenté par un portefeuille de contrats de crédit-bail lequel, conformément à la règle comptable, n'est pas inscrit au bilan de la société apporteuse. Dans la rémunération de l'apport, il est tenu compte de la valeur de ces contrats sur la base d'une actualisation des "cash flows" futurs. Si, pour des raisons de convenance la société bénéficiaire de l'apport ne souhaite pas inscrire dans son bilan la valeur de ces contrats, qu'elle a pourtant "payés" au moyen des actions qu'elle a émises, le traité d'apport est rédigé sur la base des valeurs comptables inscrites dans les livres de la société apporteuse.

Cette pratique a deux conséquences :

- ▲ chez la société bénéficiaire de l'apport, le bilan est sous-évalué et l'exploitation des contrats issus de l'apport dégage une marge, à l'évidence supérieure à celle qui aurait été déterminée si le coût de ces contrats avait été comptabilisé, réduisant d'autant la marge,
- ▲ chez la société qui a fait apport de cette branche d'activité rémunéré par des titres, l'apport n'a aucune conséquence en termes d'enrichissement comptable, puisqu'une ligne de titres se substitue aux actifs et passifs apportés sans dégagement de résultat. Les actionnaires de la société apporteuse n'ont, par conséquent, pas droit à la plus-value d'apport qui aurait résulté d'un apport "au juste prix". Celle-ci ne pourra être extériorisée que lors de la cession ultérieure des titres remis en rémunération.

Ainsi, une fusion-acquisition transcrite dans un traité d'apport pour une valeur inférieure à la valeur d'échange conduit à la minoration des capitaux propres de la société absorbante et à la majoration de ses résultats futurs.

La question de la comptabilisation des apports qui fait actuellement l'objet de débats au sein de la profession comptable doit être traitée à la fois dans le souci du respect de l'image fidèle et dans le cadre des règles internationales qui précisent que les biens acquis doivent être enregistrés à leur coût, c'est-à-dire pour le montant payé en espèces ou pour la juste valeur de ce qui est remis en échange par l'acquéreur.

⁽¹⁶⁾ Cf. Rapport annuel COB de 1994

2 - L'INFORMATION SUR LES RISQUES DE MARCHÉ

Le décret du 29 novembre 1983 précise que l'annexe doit comporter l'ensemble des informations d'importance significative sur la situation patrimoniale et financière et sur le résultat de l'entreprise : l'exposition aux risques de marché en fait partie.

L'information sur les risques de marché (taux, change, actions) auxquels sont exposées les entreprises cotées constitue un élément important pour les utilisateurs des comptes. C'est la raison pour laquelle, la Commission des opérations de bourse a formulé, en 1989, une recommandation préconisant de fournir, dans l'annexe des comptes publiés, le détail des postes du bilan et du hors bilan recensant les positions soumises aux risques de marché (taux, change, actions) ainsi que les méthodes comptables utilisées en ce domaine, tout en explicitant dans le rapport de gestion la politique suivie dans la gestion de ces risques.

Dans le souci d'une plus grande transparence et d'une meilleure comparabilité, il a paru souhaitable à la Commission, qu'un groupe de travail se constitue au sein du Conseil national de la comptabilité pour mener une réflexion sur l'information à donner concernant l'utilisation des instruments financiers et l'évaluation des risques liés à ceux-ci.

3 - LES ASSURANCES

En application de la IV^o Directive Européenne, les dispositions du plan comptable relatives aux entreprises d'assurance et de réassurance ont été révisées et sont applicables aux comptes de ces entreprises du premier exercice ouvert à compter du 1^{er} janvier 1995.

La Commission a participé, conjointement avec les autorités compétentes, aux travaux engagés par le Conseil National de la Comptabilité en vue de la rédaction de l'avis du 12 septembre 1995 publié dans le Bulletin Trimestriel du CNC du 2^{ème} trimestre 1995. Cet avis permet, par dérogation, d'imputer les effets des changements de méthode occasionnés par la nouvelle réglementation comptable directement sur les capitaux propres des entreprises d'assurance et de réassurance.

Dans le cadre des travaux qui ont précédé la parution de cet avis, tant au Conseil national de la Comptabilité qu'à la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes, la Commission a attiré l'attention sur le traitement futur des provisions constituées par le débit des capitaux propres. Il importe en effet que le principe de symétrie des opérations soit respecté lors de la reprise, par le débit des capitaux propres, des provisions constituées dans le cadre de l'avis du Conseil.

En effet, le non-respect du principe de symétrie pourrait conduire les entreprises d'assurance à enregistrer en comptabilité des profits par le biais de reprises de provisions devenues sans objet, alors même que ces provisions n'ont pas affecté le résultat lors de leur constitution. Aussi, une telle augmentation des performances des sociétés d'assurances, qui ne refléterait aucun enrichissement de l'exercice, altérerait la sincérité et l'image fidèle des états financiers des sociétés de ce secteur.

4 - LES SOCIÉTÉS CIVILES DE PLACEMENT IMMOBILIER (SCPI)

a) Recommandation commune COB/CNC relative aux méthodes à mettre en oeuvre par les experts chargés d'évaluer les actifs immobiliers des SCPI.

Le décret d'application de la loi du 31 décembre 1970 modifiée par la loi du 4 janvier 1993 relative aux SCPI a introduit l'obligation pour ces sociétés de faire expertiser, à la valeur vénale, les immeubles qui composent leur patrimoine par un expert indépendant nommé par assemblée générale. Chaque immeuble doit faire l'objet d'une expertise tous les cinq ans, actualisée chaque année. Le règlement de la COB n° 94-05 relatif aux SCPI précise en outre que l'expertise immobilière soit conduite dans le respect des méthodes appropriées aux SCPI.

En outre, la valeur vénale des immeubles doit figurer dans l'annexe aux comptes des SCPI certifiée par les commissaires aux comptes.

Or, une grande diversité des méthodes d'expertise appliquées aux SCPI et des diligences des experts a pu être constatée lors de l'examen des différents dossiers déposés à la Commission mais aussi à l'occasion d'enquêtes. Une telle disparité s'explique pour partie par l'absence d'organisation de la profession d'expert immobilier en France fondée à définir des règles de pratique professionnelle.

Dans ce cadre, la Commission des opérations de bourse et le Conseil national de la comptabilité ont conjointement élaboré une recommandation qui définit les règles générales nécessaires à la détermination de la valeur vénale des immeubles. Ce texte a pour but d'assurer une meilleure information des porteurs, de permettre une meilleure comparabilité entre les SCPI et de répondre aux interrogations des professionnels (experts immobiliers et commissaires aux comptes).

A ces travaux ont été associés l'Association professionnelle des SCPI (ASPIM), la Compagnie nationale des commissaires aux comptes et les principaux experts immobiliers intervenants dans le domaine des SCPI.

Le texte se compose de trois parties.

La première partie présente, d'une part, les éléments devant être transmis par la société de gestion de SCPI aux experts immobiliers, leur permettant de fonder leur jugement sur le bien à expertiser et, d'autre part, les hypothèses de base devant être retenues pour ces évaluations.

La deuxième et troisième partie présentent les méthodes retenues pour les évaluations des biens immobiliers ainsi que les éléments devant obligatoirement figurer dans les rapports d'évaluation lors des expertises quinquennales et des actualisations annuelles.

Le texte, dans sa rédaction définitive, a reçu l'accord de l'ensemble des participants au groupe de travail. Il constitue une base solide pour les travaux d'expertise requis pour les SCPI.

La recommandation commune qui a été approuvée par le CNC et la Commission des opérations de bourse a été publiée dans le bulletin mensuel du mois d'octobre 1995 de la COB.

b) Arrêté du 26 avril 1995 relatif aux dispositions comptables applicables aux sociétés civiles de placement immobilier

L'arrêté pris, par le Ministre de l'Economie, en date du 26 avril 1995, présente les dispositions suivantes :

- ▲ les indemnités forfaitaires acquises par application des garanties locatives constituent un élément de réduction du coût d'acquisition des immeubles locatifs,
- ▲ à la clôture de l'exercice, les immeubles locatifs sont présentés au bilan sans tenir compte des éventuelles appréciations ou dépréciations de ces immeubles. Toutefois, la valeur réévaluée se substitue à la valeur d'entrée au bilan lorsqu'une SCPI utilise la faculté ouverte à l'article 18, dernier alinéa, de la loi du 31 décembre 1970 relatif à la réévaluation des immeubles locatifs et la dépréciation des immeubles locatifs peut être présentée au bilan dans des cas exceptionnels affectant un ou des immeubles spécifiques,
- ▲ à la clôture de l'exercice, la valeur vénale (ou valeur actuelle) des immeubles locatifs est présentée, commentée et explicitée dans l'annexe,
- ▲ la valeur vénale d'un immeuble locatif pour une SCPI est le prix présumé qu'accepterait d'en donner un investisseur éventuel dans l'état et le lieu où se trouve cet immeuble ; à l'arrêté des comptes, l'immeuble sera normalement considéré comme devant continuer d'être à usage locatif ; cette valeur est déterminée hors droits d'acquisition,
- ▲ la valeur vénale des immeubles locatifs situés à l'étranger est déterminée en devises étrangères ; elle est ensuite convertie en francs au cours en vigueur à la date de clôture de l'exercice,
- ▲ les plus ou moins-values réalisées à l'occasion de cessions d'immeubles locatifs sont inscrites directement au passif du bilan,
- ▲ les éléments suivants peuvent être imputés sur la prime d'émission, si les statuts de la SCPI le prévoient : les commissions de souscription, les frais de recherche d'immeubles directement réglés par la SCPI, ainsi que les frais d'acquisition des immeubles tels que les droits d'enregistrement, la TVA non récupérable pour les immeubles commerciaux et professionnels et les frais de notaire.

5 . LES SOCIÉTÉS DE GESTION DE PORTEFEUILLE (SGP)

En 1994, la Commission avait établi, en liaison avec les professionnels et le CNC, un programme d'action pour l'année 1995 visant notamment à améliorer l'information comptable par la normalisation des principaux indicateurs de leur activité et à promouvoir une plus grande transparence sur les coûts réels de la gestion pour la clientèle, compte tenu notamment des rétrocessions de courtage.

A l'issue des travaux auxquels la Commission a participé, le Conseil national de la comptabilité a rendu un avis le 30 octobre 1995 qui précise que les sociétés de gestion de portefeuille devront, dans l'annexe, ventiler leur chiffre d'affaires entre d'une part, les produits liés à l'activité de gestion de portefeuille et, d'autre part, les produits liés aux activités accessoires.

Les SGP devront également présenter dans l'annexe les informations relatives aux engagements hors bilan. L'avis du CNC souligne l'importance de cette information notamment pour ce qui concerne les engagements spécifiques à ce secteur d'activité.

B COLLABORATION AVEC LES ORGANISATIONS PROFESSIONNELLES

1 - LA COMPAGNIE NATIONALE DES COMMISSAIRES AUX COMPTES (CNCC)

La coopération traditionnelle entre la Commission des opérations de bourse et la Compagnie Nationale des Commissaires aux comptes s'est poursuivie en 1995, notamment par la participation régulière d'un représentant de la Commission aux travaux du Comité des normes professionnelles de la Compagnie, à ceux de la Commission des études comptables et aux réunions du Comité de l'examen national d'activité (CENA) et du comité de l'examen pluri-régional d'activité (CEPRA).

a) Les études comptables

La Commission des Etudes Comptables de la CNCC a pour fonction principale de répondre à des questions formulées sur l'interprétation des règles et principes comptables. Les réponses les plus significatives sont publiées dans les bulletins mensuels de la CNCC.

La Commission des Opérations de Bourse est représentée depuis janvier 1995 au sein de cette commission. Parmi les quelques 150 questions traitées annuellement par cette commission, certaines sont posées soit par le CENA, soit par les commissaires aux comptes de sociétés cotées à l'occasion d'une opération devant faire l'objet d'un visa par la COB.

Les réponses apportées par cette Commission contribuent positivement à améliorer l'information comptable produite par les sociétés.

b) Les normes professionnelles relatives au contenu des rapports des commissaires aux comptes

En 1995, la CNCC a, par l'actualisation de ses normes, tiré les enseignements des évolutions décidées au plan international par l'International Federation of Accountants (IFAC) dont elle fait partie, en matière de normes de rapports sur les comptes annuels et consolidés.

L'adoption de la nouvelle formulation des rapports sur les comptes annuels et consolidés par le Comité des normes professionnelles de la CNCC a fait l'objet d'une longue réflexion entreprise par la profession comptable au cours de l'année et dont les conclusions ont été communiquées à la Commission.

Les nouveaux modèles de rapports seront utilisés pour l'arrêté des comptes de l'exercice 1995. La rédaction retenue distingue plus précisément les responsabilités respectives des dirigeants, qui portent sur les comptes eux-mêmes, et celles des commissaires aux comptes qui ont trait uniquement à leur certification.

L'innovation des rapports sur les comptes annuels et consolidés réside également dans la terminologie employée par les commissaires aux comptes. Les termes, dorénavant utilisés, comme sondages, assurance raisonnable... sont destinés à éclairer les lecteurs des comptes sur la nature des contrôles effectués par les commissaires aux comptes et sur l'opinion qui en résulte.

L'expression de l'opinion du commissaire aux comptes sur les comptes annuels et consolidés se traduit comme par le passé soit par une certification sans réserve, soit par une certification avec réserve, soit par un refus de certifier.

c) Les conventions intra-groupe

La COB, à la suite de plusieurs plaintes émanant d'actionnaires et relatives aux informations reçues dans le cadre de la procédure actuelle prévue par les articles 101 et suivants de la loi du 24 juillet 1966 portant sur les conventions réglementées, a engagé une réflexion en ce domaine.

Compte tenu de l'importance que revêt l'examen des conventions réglementées dans la mission du commissaire aux comptes, un document de travail a été adressé, pour observation, à la CNCC à la fin de l'année 1995.

d) Le nouveau marché

L'article 2 du règlement 95-01 de la Commission relatif à l'information à diffuser à l'occasion d'opérations réalisées sur le nouveau marché présente le contenu du document d'information dénommé "prospectus" lequel fait l'objet soit d'un enregistrement, soit d'un visa en cas d'émission, par la Commission. Parmi ces éléments le règlement 95-01 a prévu la présentation d'un projet de développement stratégique de l'entreprise.

Par ailleurs, le projet d'instruction de la Commission relative au nouveau marché recommandera aux commissaires aux comptes de mentionner "que les informations comptables et financières prévisionnelles figurant dans le prospectus ont fait l'objet de vérification par le(s) commissaire(s) aux comptes suivant les normes professionnelles et indiquera "la nature des travaux effectués par les contrôleurs légaux relativement au projet de développement".

Dans ce contexte, le comité des normes professionnelles de la CNCC a entrepris une refonte de ses normes relatives aux états financiers prévisionnels. Le projet actuellement en cours opère une distinction entre les sociétés de création récente ou ne disposant pas d'historique et/ou de système prévisionnel et budgétaire et les autres et, pour chacune d'entre elles, définit des diligences spécifiques et formule des modèles de conclusion différents pour être en phase avec ces diligences précédemment définies.

2 - LE COMITÉ PROFESSIONNEL DE DOCTRINE COMPTABLE (CPDC)

La Commission a participé aux travaux du CPDC en 1995. Outre le suivi des projets de normes de l'IASC (notamment en ce qui concerne les instruments financiers, les immobilisations incorporelles et les impôts sur les bénéfiques), les groupes de travail du CPDC ont examiné de manière approfondie les règles à appliquer sur trois points particuliers :

a) Arrêtés intermédiaires

Au cours de ces travaux, la position antérieure de la Commission selon laquelle les arrêtés intermédiaires constituent de véritables arrêtés comptables, ce qui suppose notamment la prise en compte de l'ensemble des écritures d'inventaire, a été réaffirmée. En effet, les arrêtés intermédiaires publiés des sociétés cotées doivent permettre au public de suivre l'évolution des résultats du groupe par rapport aux périodes antérieures, ce qui ne peut être obtenu qu'en employant des méthodes comptables identiques.

b) Contrats de location

Un avis qui ne concerne pas les établissements financiers a été rendu par le CPDC en mars 1995, qui précise que "le retraitement des contrats de location-financement dans les comptes consolidés constitue l'option préférentielle dans le cadre de cet avis, car il permet une meilleure appréciation de la situation financière des groupes." Elle recommande donc aux sociétés cotées qui utilisent de manière significative la location-financement d'appliquer la méthode préconisée dans cet avis. La Commission souscrit entièrement à cette position qui s'inscrit dans le cadre des normes comptables IASC.

c) IAS 32 - Instruments financiers

L'IASC a publié en juin 1995 la norme n° 32, applicable aux états financiers relatifs aux exercices ouverts à compter du 1er janvier 1996 et concernant les instruments financiers. Cette nouvelle norme traite de la présentation et de l'information à fournir dans l'annexe.

Les points relatifs aux règles de comptabilisation, aux méthodes d'évaluation et au traitement des opérations de couverture ont fait l'objet d'observations de la part de différents pays et seront à nouveau examinés en 1997. Les observations formulées en ce domaine par la France portent sur la distinction entre les capitaux propres et les dettes, notamment pour les instruments hybrides (exemple : obligations convertibles) qui obéissent à des critères les apparentant pour partie aux capitaux propres, pour partie aux dettes. L'IASC autoriserait en effet à les ventiler dans les comptes consolidés, et ainsi à modifier le montant des fonds propres sans transiter par le résultat ou sans l'accord spécifique des actionnaires, traitement incompatible avec les directives européennes et la loi française.

La position française est également différente pour les titres subordonnés à durée indéterminée reconconditionnés que l'IASC autoriserait à ventiler en instruments de dette ou de capital.

d) Information sectorielle

En ce domaine, l'objectif est d'obtenir une plus grande convergence entre les textes établis par l'IASC, d'une part, et le projet commun établi entre les autorités comptables américaines et canadiennes, d'autre part.

Dans le cadre de l'harmonisation internationale, les sociétés françaises auront, dans les années à venir des efforts à fournir dans le domaine de l'information sectorielle. D'ores et déjà, quelques groupes très diversifiés ont enrichi leur rapport annuel de données sectorielles mais des progrès restent à faire afin que ces informations permettent d'obtenir une vision pertinente de la contribution des principales entités à la formation du résultat et des principales masses du bilan. Il est en outre nécessaire que les informations données en ce domaine se recourent avec les comptes présentés.

e) Opérations de défaisance : les "quasi-participations"

Dans le cadre des réflexions entreprises par le CPDC, un groupe de travail a été constitué à la fin de l'année 1995, pour examiner le traitement comptable approprié des opérations de défaisance qui conduisent à recourir à des instruments appelés dans le monde anglo-saxon "Special Purpose Entities" que l'on peut traduire par quasi participation.

Des réflexions ont été entreprises sur :

- ▲ la notion de juste valeur d'un actif ou d'une transaction,
- ▲ la valeur d'une créance ou d'une dette non porteuse d'intérêt,
- ▲ l'analyse des transactions sous l'angle de leur caractéristique juridique et de leur substance réelle.

V - LE CONTROLE DE LA FIABILITE DES COMPTES

A LES CONTRÔLES DE QUALITÉ DU CENA ET DU CEPRA

Le 21 décembre 1995, le président de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes a remis au président de la Commission des opérations de bourse le 10ème rapport sur le contrôle de qualité exercé par le Comité d'examen national d'activité (CENA) et par le Comité pluri-régional d'activité (CEPRA) sur les dossiers des commissaires aux comptes intervenant auprès des sociétés cotées, d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières (SICAV et fonds communs de placement) examinés en 1995 et portant sur les comptes de l'exercice 1993.

Ces contrôles dont la grande qualité a été soulignée à diverses reprises par la Commission s'inscrivent dans le cadre d'un accord signé entre les deux institutions en 1985 reconduit à deux reprises en 1989 et en 1994. Le président de la COB en a rappelé les objectifs initiaux :

- ▲ favoriser une coopération étroite entre la COB et la CNCC, propre à garantir la qualité des contrôles, et, à travers eux, la qualité des comptes eux-mêmes ainsi que l'amélioration de l'information des investisseurs et des marchés ;
- ▲ promouvoir, au fil des années et de l'expérience, le progrès de la profession, l'amélioration des standards et l'indépendance des commissaires aux comptes.

Au cours des dix années passées, le champ de ce contrôle s'est étendu progressivement. D'abord limité aux sociétés cotées, il s'est ensuite appliqué aux sociétés du second marché, aux OPCVM puis aux SCPI ainsi qu'aux émetteurs obligataires.

En 1994, 141 dossiers de sociétés cotées et de SCPI ont été examinés par la CNCC. Pour 84 % des dossiers, le CENA a conclu que les diligences étaient satisfaisantes ; une amélioration sensible a été relevée dans la qualité de l'examen des procédures (contrôle interne). Dans 16 % des cas, le CENA a décidé de procéder à un nouvel examen du dossier dans les deux ans, compte tenu des insuffisances relevées.

En matière d'information comptable, les recommandations restent toujours les plus nombreuses et concernent la quasi-totalité des dossiers. Même si le CENA a considéré que, dans la majorité des cas, les insuffisances relevées ne mettaient en cause ni la sincérité, ni l'image fidèle de l'ensemble des comptes, le nombre de ces remarques conduit à attirer l'attention des sociétés et de leurs commissaires aux comptes sur la nécessité d'une amélioration sensible en ce domaine.

Pour ce qui concerne les dossiers d'OPCVM examinés, la moitié d'entre eux a suscité une demande de nouvel examen dans les deux ans. L'introduction du nouveau plan comptable, l'instruction de la COB de novembre 1993 sur le contenu minimal des informations périodiques à usage du public, la nouvelle mission dévolue aux commissaires aux comptes du dépositaire, l'élaboration de normes spécifiques et enfin la rédaction par la Compagnie d'un nouveau guide de contrôle devraient contribuer dans l'avenir à porter remède à une situation qui ne peut se perpétuer, dès lors qu'il s'agit de la protection des épargnants.

B LA DÉONTOLOGIE EN MATIÈRE DE COMMISSARIAT AUX COMPTES DANS LES SOCIÉTÉS FAISANT APPEL PUBLIC À L'ÉPARGNE

Les travaux réalisés au cours du premier semestre 1995, dans le cadre de l'examen national d'activité, ont soulevé des questions d'ordre déontologique.

Dans une lettre adressée au Président de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes en date du 28 juillet 1995, le Président de la Commission a rappelé que les deux institutions ont, à diverses reprises, témoigné mutuellement de l'intérêt qu'elles portent à l'indépendance des commissaires aux comptes, et notamment lors de la préparation du rapport du groupe de travail présidé par M. Yves Le Portz.

C'est la raison pour laquelle il a souhaité que les questions soulevées sur ces dossiers fassent l'objet d'un examen par le Comité national d'éthique "habilité à porter une appréciation et à émettre un avis sur les situations qui pourraient apparaître ambiguës au regard des principes d'indépendance" (norme n° 11 de la CNCC).

La protection des épargnants

La Commission a été attentive à l'égalité des actionnaires lors des opérations financières en particulier lors des retraits obligatoires. Elle s'est préoccupée des méthodes de placement des titres au second marché. Elle aide les épargnants en donnant suite aux réclamations qui lui sont adressées.

I - LA PROTECTION DES ACTIONNAIRES

A BILAN DES PRIVATISATIONS

Deux opérations de privatisation par offre au public ont été effectuées en 1995, celle d'Usinor-Sacilor en juillet et celle de Pechiney en novembre. Ces deux privatisations ont rapporté à l'Etat environ 20 milliards de francs. Ces opérations ont été l'une comme l'autre accompagnées d'une augmentation de capital, la Commission s'est attachée à contrôler la qualité de l'information fournie. Pour Pechiney, plusieurs opérations se sont déroulées, pour certaines simultanément, pour d'autres successivement (OPV, placement classique, augmentation de capital par attribution de bons de souscription, offres publiques d'échange) qui ont donné lieu à plusieurs documents d'information.

La première étape de la privatisation de la Compagnie des Machines Bull (CMB), composée d'une opération de cession de gré à gré au profit de partenaires industriels, d'une offre réservée aux salariés et d'une émission de bons de souscription d'actions attribués gratuitement aux anciens actionnaires s'est déroulée en septembre 1995. Cette première étape ne prévoyait pas d'augmenter la part du capital détenue par le public.

Le rôle de la Commission a été de veiller à la bonne information du marché dans le cadre de la délivrance des visas nécessaires à l'admission des titres nouveaux, l'attribution de bons de souscriptions aux anciens actionnaires et l'émission réservée aux salariés.

Les opérations de privatisations de 1995 ont été l'occasion de soulever un certain nombre de points comptables que la Commission s'est efforcée de traiter dans le respect de la mission de bonne information du marché qui lui incombe.

Société PECHINEY

A l'occasion de la privatisation de Pechiney, les comptes de cette société arrêtés au 30 juin 1995 ont été examinés. Il a été relevé que la cession de deux branches d'activité réalisée définitivement avant la certification des comptes, s'était traduite par une moins-value nette de l'ordre de 700 millions de francs (part du groupe) non provisionnée au 30 juin 1995. La société justifiait cette absence de provision, non conforme aux principes comptables français, en indiquant que ces deux cessions s'inscrivaient dans le cadre d'un plan global

de cession comprenant également la cession d'une troisième branche d'activité qui devrait intervenir avant la fin de l'exercice et se traduire par un profit net de l'ordre de 1 milliard de francs, dont 67 % part du groupe.

L'annexe des comptes consolidés indique "Une interprétation restrictive du principe de prudence aurait mené à comptabiliser la perte de 700 millions de francs au premier semestre 1995, sans tenir compte du profit plus important à venir. Outre la variation chaotique du résultat qu'il aurait entraîné, ce mode de comptabilisation aurait donné de la situation du groupe Pechiney et du sous-groupe Pechiney International une image non fidèle et non sincère. La direction générale a donc décidé que le résultat de l'opération de cession serait enregistré globalement à son achèvement. Ce mode de comptabilisation est d'ailleurs celui qui s'impose en normes US GAAP".

La société ayant décidé de maintenir le traitement envisagé, dans un souci de donner au public boursier une information claire et complète, la Commission a rédigé un avertissement dans le document de référence établi par la société, dont les termes sont les suivants :

"La Commission des opérations de bourse regrette que les comptes du groupe Pechiney au 30 juin 1995 ne soient pas conformes aux principes comptables français à raison de l'absence de prise en compte d'une provision pour moins-value d'environ 700 MF constatée sur la cession des activités "Boisson Verre" et "Boîtage Métal" réalisée définitivement avant la certification des comptes. Elle observe que la prise en compte de cette perte se serait traduite par un résultat légèrement négatif au 30 juin 1995. Elle prend note de la cession, attendue avant le 31 décembre 1995, de l'activité "Eléments de turbomoteurs", qui conduirait à la constatation d'un profit net sur l'ensemble des trois cessions d'environ un milliard de francs dont 67 % en part du Groupe. Cette cession a été annoncée par la société dans son communiqué du 13 octobre 1995 et explicitée dans l'annexe aux comptes consolidés. La Commission remarque qu'en cas de retard ou d'annulation de cette cession le résultat de l'exercice 1995 serait affecté à concurrence de la perte sur les deux premières cessions, soit environ 700 MF en part du Groupe".

Société USINOR-SACILOR

A l'occasion de la privatisation de la société Usinor-Sacilor, l'examen par la Commission des derniers comptes arrêtés par la société portant sur l'exercice 1993 a révélé un changement de méthode relatif au principe de comptabilisation des dépenses de réfection des hauts-fourneaux inscrit dans les comptes consolidés et générant un profit exceptionnel de 2 552 millions de francs.

Ce changement a été décrit dans l'annexe des comptes consolidés dans les termes suivants :
"Le groupe a modifié, à compter du 1er janvier 1993, le principe de comptabilisation des dépenses de réfection des hauts-fourneaux. Jusqu'au 31 décembre 1992, ces dépenses faisaient l'objet d'une provision constituée durant la campagne de production et étaient prises en charge lorsqu'elles étaient encourues. Le nouveau traitement consiste à immobiliser les coûts et à les amortir linéairement sur la période de production prévue. Il a été appliqué de manière rétroactive, avec la constatation des actifs (nets des amortissements appropriés) qui correspondent aux dernières réfections réalisées et une reprise des provisions antérieurement constituées.

La nouvelle méthode traduit de façon plus logique des charges liées à la production de fonte en respectant le principe de base du coût historique. Elle intervient dans le contexte d'un nouveau mode d'approche de certaines réfections futures et de l'arrivée à échéance des durées de vie initialement arrêtées pour l'amortissement des outils. Elle correspond enfin à la pratique la plus généralement suivie dans l'industrie sidérurgique".

La Commission a considéré que ce changement de méthode était en réalité composé de deux éléments distincts :

- ▲ une reprise de l'ensemble des provisions pour grosses réparations qui avaient été constituées. La société a justifié ce changement par l'existence de mutations technologiques intervenues depuis plusieurs années ;
- ▲ l'activation, par le compte de résultat de charges déjà débitées au cours des exercices antérieurs et désormais amorties selon la nouvelle méthode utilisée en 1993 (1 033 millions de francs).

Ce dernier changement jugé critiquable par la Commission l'a conduite, après avoir reçu des observations de la société et des commissaires aux comptes, à demander à la société de procéder, en 1994, à la régularisation de cette écriture.

Une observation de la Commission a été formulée à ce titre dans les notes d'opération établies à l'occasion de la privatisation. *“La Commission des opérations de bourse a confirmé, par lettre du 1er juin 1995 aux commissaires aux comptes, la position qu'elle avait exprimée depuis 1984 selon laquelle une société ne peut s'enrichir comptablement en inscrivant à l'actif de son bilan des dépenses antérieurement passées en charges.*

Ni les règles comptables en vigueur, notamment la règle de prudence, ni la recherche de la qualité de l'information à laquelle les marchés financiers sont très attachés, ne peuvent conduire une société à réactiver ainsi les charges du passé.

La Commission des opérations de bourse a donc considéré que la réactivation dans les comptes consolidés de la société Usinor-Sacilor, de dépenses antérieurement constatées en charges ne donnait pas une appréciation satisfaisante du patrimoine et des résultats.

Elle a donc demandé à la société de procéder en 1994, à une correction de ses comptes consolidés. Le retraitement demandé par la Commission et accepté par la société est conforme aux règles françaises et n'apparaît pas contraire aux normes IASC”.

B BILAN DES TECHNIQUES D'INTRODUCTION SUR LE SECOND MARCHÉ

La réglementation offre aux intermédiaires financiers, depuis 1993, date de l'introduction de la procédure du placement global garanti dans le règlement général du Conseil des bourses de valeurs, quatre techniques⁽¹⁷⁾ de diffusion des titres et de première cotation pour une introduction sur le second marché. La Commission a souhaité analyser les procédures retenues à l'occasion des cinquante introductions réalisées depuis la mise en place de cette technique.

Il résulte de cette analyse que les introductions réalisées par voie de placement garanti ou de mise en vente représentent 68 % de l'échantillon. En fait, ces deux méthodes sont bien adaptées aux sociétés candidates au second marché dont l'évaluation est souvent rendue difficile en raison d'une activité centrée sur un créneau particulier et d'une taille relativement modeste.

⁽¹⁷⁾ Ces techniques sont décrites à la page suivante

L'emploi de ces deux techniques permet de fixer un prix raisonnable réduisant l'écart entre le prix de vente et le premier cours coté, que ce soit grâce à l'intervention d'un banquier chef de file dans un cas, ou par l'intervention de la SBF dans l'autre cas.

L'offre publique de vente, qui vient en troisième position, présente l'avantage d'être bien connue des investisseurs et présente également le risque de fixer un "prix trop élevé ou trop faible" pouvant remettre en cause la bonne réalisation de l'opération. Une période préalable de sensibilisation pourrait constituer une réponse adaptée à ce problème.

La Commission a constaté que les conditions de placement notamment dans le cadre du placement global garanti se révèlent satisfaisantes. Le choix des critères d'allocation et la rigueur des intermédiaires concernés dans leur mise en oeuvre, apparaissent deux éléments particulièrement importants de la réussite du placement global garanti.

En tout état de cause, quelle que soit la procédure retenue dans le cadre d'une introduction sur le second marché, les intermédiaires doivent rechercher deux objectifs principaux :

- ▲ le prix d'introduction doit minimiser l'écart entre le prix de vente et le premier cours effectivement coté ;
- ▲ l'allocation des titres ne doit pas aboutir à exclure certaines catégories d'investisseurs ou réseaux bancaires.

Rappel des techniques d'introduction et de diffusion des titres

■ **la procédure ordinaire** : permet l'introduction et la première cotation d'une valeur dans les conditions de négociation habituellement pratiquées sur le marché ; l'émetteur indique dans l'avis diffusé par la SBF la quantité de titres destinés à être cédés ainsi que le prix minimal de vente. Les investisseurs se positionnent à l'achat en libellant leurs ordres au mieux ou à un prix ferme, la SBF précisant le pourcentage maximum de variation de cours qu'elle est susceptible d'accepter.

■ **la mise en vente** : conduit les introducteurs à fixer, comme dans le cas de la procédure ordinaire, le prix minimal de cession et le nombre de titres cédés ; ils peuvent cependant, modifier le prix de cession à condition qu'ils aient prévu cette faculté dans l'avis de la SBF annonçant l'opération. Les ordres sont passés à cours limité, la SBF ayant la possibilité d'éliminer les ordres qui lui paraissent excéder anormalement le prix d'offre minimal.

■ **l'offre publique de vente** : est une offre de cession à prix fixe et unique portant sur un nombre de titres déterminés. La réduction des ordres est proportionnelle au rapport du nombre de titres offerts sur le nombre de titres demandés ; en principe, elle est égale pour toutes les demandes sauf si l'émetteur a prévu la répartition des ordres en catégories différenciées.

■ **le placement global garanti** : cette technique de diffusion des titres a été introduite en 1993 dans le règlement général du Conseil des bourses de valeurs. Elle donne la faculté aux intermédiaires de placer les titres dans leur réseau mais sous leur responsabilité. L'objectif assigné à cette procédure était d'éviter une réduction trop importante des demandes et la revente massive des titres sur le marché après l'introduction. Le risque lié à cette procédure est de voir, cependant, limiter l'accès aux opérations à la seule clientèle du réseau concerné compte tenu du caractère discrétionnaire de l'allocation.

C INSCRIPTION AU HORS-COTE A L'INITIATIVE D'UN MINORITAIRE

La Commission a constaté que l'information diffusée lors de certaines opérations réalisées sur le marché hors cote n'était pas toujours complète, notamment dans le cas des inscriptions de sociétés sur ce marché, effectuées à l'initiative d'un actionnaire minoritaire sans accord ou information préalable des dirigeants de la société concernée.

Cette situation peut s'expliquer dès lors que le cédant, sauf à être administrateur, n'a accès qu'aux documents publics et peut donc ne pas détenir toutes les informations récentes nécessaires à une appréciation ou une évaluation précise.

Il est souhaitable que les dirigeants, qui ne peuvent s'opposer à la demande d'inscription faite par les actionnaires minoritaires, soient informés du projet et puissent se prononcer sur l'information diffusée dans le prospectus. Le marché hors-cote constitue en effet un marché non réglementé, pouvant permettre à tout actionnaire de trouver une contrepartie pour des titres non cotés.

Les dirigeants peuvent ainsi faire connaître publiquement leurs observations sur l'information contenue dans le prospectus, dans l'intérêt même des acquéreurs de titres, en complétant ou rectifiant certaines informations compte tenu d'éventuels événements intervenus depuis la dernière assemblée générale ou publication (par exemple modification de l'actionnariat, changement d'administrateurs...).

Le prospectus mis à la disposition du public à l'occasion de la cession des titres est complété dans ce cas par un chapitre 1bis, dans lequel figureront les observations que souhaiteraient faire les dirigeants.

D A L'OCCASION DES OFFRES PUBLIQUES

1 - LES OFFRES PUBLIQUES EN 1995

Le mode d'acquisition des entreprises se caractérise en 1995 par deux phénomènes, d'une part, l'évolution des restructurations qui voit les offres publiques d'échange augmenter proportionnellement davantage en 1995 (treize contre cinq en 1994) que les offres publiques d'achat (trente quatre en 1995 et vingt et une en 1994), d'autre part, la confirmation du développement sensible de la procédure du retrait obligatoire instituée en 1994 et mise en oeuvre par soixante-huit sociétés cette année.

a) L'évolution des restructurations

Contrairement à l'année précédente, le nombre global d'offres publiques lancées en 1995 a augmenté, passant de 44 en 1994 à 58.

Peu de grands problèmes ont été soulevés au cours de cette année, quelques exemples pouvant illustrer le jeu des offres et des surenchères.

Une des caractéristiques de cette année est d'avoir été le théâtre d'opérations donnant lieu à une importante série de surenchères, à l'instar de l'offre publique d'achat proposée par la Financière du Nomade "Finom Sarl" sur les actions de la société Compagnie du Funiculaire du Pic du Grand Jer de Lourdes (CFPJ) inscrites sur le marché hors cote qui s'est déroulée de mai à octobre. Cette opération a été l'occasion pour la COB de préciser qu'une sollicitation de procuration de vote pouvait être envoyée par d'autres que les dirigeants de la société visée par l'offre.

Ceci a été possible au cas particulier dans la mesure où l'actionnariat était entièrement au nominatif.

L'année 1995 a également fourni l'occasion d'examiner des pactes tel que celui conclu dans l'opération Orfimar/Guillard Musiques. Celui-ci prévoyait notamment qu'une faculté de vendre ses titres soit offerte à Orfimar en cas de désaccord entre les parties ; cette dernière clause étant susceptible d'introduire une inégalité entre les actionnaires, le Conseil des Bourses de Valeurs a demandé que la même possibilité soit offerte aux actionnaires de Guillard Musique si Orfimar décidait de céder ses titres.

Au total, l'année 1995 a comporté :

- ▲ Trente quatre offres publiques d'achat auxquelles s'ajoutent trente et une offres publiques d'achat simplifiées réalisables par garantie de cours ;
- ▲ Treize offres publiques d'échange de titres de capital ;
- ▲ Trois offres mixtes ;
- ▲ Deux offres publiques d'échange d'obligations ;
- ▲ Trois offres de retrait simples ;
- ▲ Soixante-huit procédures de retrait obligatoire ;
- ▲ Aucune offre de rachat de ses propres titres ;
- ▲ Cinq offres publiques de vente.

**2 - LE CAS DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE
SUR LA BANQUE COLBERT**

La société Abacus Finance, dont le capital est détenu à 99,99 % par le Crédit Lyonnais, a déposé un projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les actions et les obligations convertibles 4,10 % 1993 de sa filiale, la banque Colbert, au prix de 77 F l'action et de 175 F par obligation convertible. Ce projet a été déclaré recevable par le Conseil des Bourses de Valeurs (C.B.V.) le 24 avril 1995.

Cette offre publique, liée à la restructuration du Crédit Lyonnais, était destinée à offrir une porte de sortie aux actionnaires minoritaires et aux propriétaires d'obligations convertibles de la banque Colbert, avant la cession, dans le cadre d'une opération de défaisance, de la société Abacus Finance à la société anonyme Consortium de Réalisation (C.D.R.).

Deux actionnaires de la banque Colbert ont formé un recours contre la décision du C.B.V. Ils ont invoqué une rupture d'égalité entre les actionnaires, fondée sur la différence existant entre la valorisation de la banque Colbert proposée par Abacus Finance à l'occasion de l'offre publique et celle retenue par le Crédit Lyonnais pour la cession d'Abacus Finance au C.D.R. dans le cadre de son plan de restructuration. Ils ont également contesté les modalités de calcul du prix des actions, faisant valoir que devait être prise en considération la valeur pour laquelle les actions figuraient dans les comptes d'Abacus Finance et devaient être revendues au C.D.R.

En outre, l'un des requérants, se fondant sur l'existence d'une procédure pénale en cours relative à l'évaluation frauduleuse d'apports en nature et la présentation de faux bilans, dont l'issue était, selon lui, susceptible de remettre en cause l'appréciation du prix de l'offre, a fait grief au C.B.V. de ne pas avoir sursis à statuer sur la recevabilité de l'offre publique.

Parallèlement, cet actionnaire a formé un recours en annulation du visa délivré par la Commission des opérations de bourse, le 11 mai 1995, au motif que l'information contenue dans la note était incomplète, n'était pas sincère et que la COB avait failli à son obligation générale de vérification des informations publiées.

Dans une première décision du 7 juillet 1995, la Cour d'Appel, après avoir rappelé qu'il n'était ni en son pouvoir, ni en celui du C.B.V. de prononcer un sursis à statuer fondé sur l'existence d'une procédure pénale en cours, a rejeté le recours des requérants au motif que la valorisation des actions de la banque Colbert déduite du prix de cession de la société Abacus Finance au C.D.R. résultait d'une opération intra-groupe et ne correspondait pas à un prix de marché, permettant une comparaison utile avec le prix de l'O.P.A.

La Cour a également considéré que le C.B.V. n'avait pas commis d'erreur d'appréciation sur le prix des actions, calculé selon la méthode d'évaluation multicritères conformément aux dispositions combinées des articles 5-2-7 et 5-3-1 du règlement général du C.B.V.

Dans une deuxième décision du même jour, la Cour a rejeté le recours en annulation du visa, estimant que la COB avait rempli sa mission générale de protection de l'épargne et veillé à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement du marché.

La portée du visa de la COB :

A cette occasion, ainsi qu'elle l'avait déjà fait dans un arrêt du 18 novembre 1977 (La Tour d'Auvergne), la Cour a précisé la portée du visa ⁽¹⁸⁾. Celui-ci n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni appréciation de la situation de la société et ne vaut pas davantage authentification des éléments comptables et financiers contenus dans la note. Mais par l'octroi de son visa, la C.O.B., "dépassant un simple contrôle formel de l'information, certifie qu'ont été vérifiées la pertinence et la cohérence de l'information".

E A L'OCCASION DES RETRAITS OBLIGATOIRES

1. LE DÉVELOPPEMENT DES RETRAITS OBLIGATOIRES

Le recours à la procédure du retrait obligatoire s'est développé en 1995 : soixante-huit sociétés, pour la plupart inscrites au hors cote, ont ainsi fait l'objet d'une telle opération.

L'examen de ces offres de retrait suivies d'un retrait obligatoire révèle que, dans la majorité des cas, le prix offert aux actionnaires se situe dans la fourchette haute des évaluations effectuées dans le cadre de l'analyse multicritères, et correspond le plus souvent à la valeur la plus élevée. Au demeurant, le coût de telles opérations est généralement relativement limité en raison du faible nombre de titres répartis dans le public.

⁽¹⁸⁾ Cf. *Rapport annuel 1978*, page 27

La procédure du retrait obligatoire prévoit notamment l'intervention d'un expert indépendant, dont la mission est de se prononcer sur le caractère équitable du prix dans le cadre du retrait obligatoire. La Commission attache une grande importance à la qualité du rapport d'expertise, en particulier à l'analyse des critères retenus, dont la liste n'est pas limitative, et à leur pertinence. Il en est de même de la synthèse publiée dans le communiqué soumis à l'appréciation de la Commission qui doit permettre aux actionnaires de disposer de l'ensemble des éléments d'appréciation de la valorisation retenue.

L'indépendance de l'expert :

Le choix de l'expert nécessite de s'assurer de son indépendance. C'est ainsi qu'en 1995, la Commission a demandé aux experts retenus de lui adresser des éléments d'information sur les liens éventuels avec l'initiateur de l'offre, la société visée ou l'évaluateur. La réflexion sur les critères relatifs à l'indépendance de l'expert devrait être poursuivie, notamment sur l'opportunité de définir des normes déontologiques, ce qui avait déjà été envisagé pour les auteurs d'attestation d'équité. Pourraient être notamment considérés comme portant atteinte à l'indépendance de l'expert, l'existence d'un intérêt pécuniaire dans la réalisation de l'opération projetée, l'existence d'une créance ou d'une dette de nature à créer une subordination économique de l'un vis-à-vis de l'autre, un lien en capital entre l'émetteur et l'expert lequel ne devrait pas être administrateur de l'émetteur et réciproquement. Ne pourraient pas non plus être nommés experts indépendants les commissaires aux comptes de l'initiateur ou de la société visée ainsi que les membres de leur réseau au sens du rapport Le Portz et des normes de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes.

2 - DÉCISION DE LA COUR D'APPEL DE PARIS CONCERNANT LE PRIX RETENU POUR SOGENAL

La Société Générale, qui détenait 98,85 % du capital et des droits de vote de la Société Générale Alsacienne de Banque, Sogenal, a déposé un projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire, déclaré recevable par décision du Conseil des Bourses de Valeurs du 17 janvier 1995, au prix de 185 francs par action.

L'Association pour la Défense des Actionnaires Minoritaires (ADAM) et plusieurs actionnaires de la société Sogenal ont déposé un recours contre cette décision au motif que le Conseil des Bourses de Valeurs aurait méconnu les critères d'évaluation définis par l'article 6 bis de la loi du 22 janvier 1988 modifié par la loi du 31 décembre 1993.

Les requérants faisaient notamment grief au Conseil des Bourses de Valeurs (C.B.V.) d'avoir omis de prendre en considération certains des critères prévus par l'article 6 bis de la loi, d'en avoir ajouté ou substitué d'autres, d'avoir commis une erreur dans l'appréciation du critère de l'actif net réévalué et d'avoir adopté une pondération égale des critères retenus au lieu de privilégier celui de l'actif net.

Invoquant les dispositions de la déclaration des droits de l'Homme et de la Convention européenne des droits de l'Homme selon lesquelles nul ne peut être privé de sa propriété privée si ce n'est lorsque l'exige la nécessité publique, les requérants reprochaient également au C.B.V. de n'avoir pas précisé le motif d'utilité publique justifiant la privation de propriété.

Dans sa décision du 16 mai 1995, la Cour d'Appel de Paris a rejeté le recours aux motifs suivants :

- ▲ la procédure de retrait obligatoire constitue un mécanisme boursier dont le dénouement répond à des règles analogues à celles de l'opération de marché que constitue l'offre publique de retrait avec laquelle elle fait corps et dont elle ne peut être dissociée ;
- ▲ la méthode utilisée pour l'évaluation des titres, objet d'un retrait obligatoire, doit, comme en matière d'offre de retrait dont elle est indissociable, tenir compte de critères connus, objectifs, mis en oeuvre de manière homogène et adaptés à chaque cas ;
- ▲ l'évaluation prévue par l'article 6 bis de la loi du 22 janvier 1988 modifiée n'est pas "fondée sur" mais "tient compte des" critères énoncés qui peuvent être pondérés entre eux et dont la liste, indicative, n'interdit ni le recours à des critères complémentaires dès lors qu'ils sont pertinents, homogènes et adaptés, ni, à l'inverse, l'affectation d'une pondération nulle ou proche de zéro pour des critères légaux qui ne répondraient pas à ces conditions.

Par ailleurs, concernant le moyen tiré du caractère inviolable du droit de propriété, la Cour, après avoir rappelé qu'il n'était pas en son pouvoir de juger de la constitutionnalité d'une disposition législative par le biais d'un recours en annulation d'une décision individuelle prise en application d'un règlement général conforme à la loi, a indiqué que la procédure de retrait obligatoire s'insérait dans un cadre légitime d'ordre social et économique et répondait à l'utilité publique, lors même que la collectivité dans son ensemble ne se servirait ou ne profiterait pas elle-même du bien transféré.

Cet arrêt a fait l'objet d'un pourvoi devant la Cour de Cassation.

II . LA PROTECTION DES OBLIGATAIRES

A DECISION DE LA COUR DE CASSATION DU 13 JUIN 1995 DANS LE LITIGE OPPOSANT LA SOCIETE METROLOGIE INTERNATIONAL A DES PORTEURS D'OBLIGATIONS REMBOURSABLES EN ACTIONS (ORA)

A la suite des difficultés financières rencontrées par la société Métrologie International, un plan de restructuration prévoyant un remboursement anticipé des ORA émises par la société avait été adopté en juillet 1994 ⁽¹⁹⁾.

Estimant cette mesure contraire à leurs intérêts, des porteurs d'ORA, constitués en association de défense, intentaient un recours en annulation de la décision du 18 juillet 1994 par laquelle l'assemblée des porteurs d'ORA avait approuvé le remboursement anticipé, au motif que, parmi les porteurs ayant pris part au vote, figuraient des filiales de la Compagnie Financière de Paribas, premier actionnaire de la société Métrologie avec 17,2 % du capital.

Déboutés en première instance, les requérants obtenaient gain de cause devant la Cour d'Appel de Versailles le 17 novembre 1994. Un pourvoi était cependant formé par la société Métrologie.

Le 13 juin 1995, la Cour de Cassation a cassé l'arrêt déféré au motif que l'interdiction faite à une société qui détient au moins 10 % du capital de la société émettrice d'obligations de voter à l'assemblée des obligataires doit s'interpréter de façon stricte et qu'ainsi, seule la participation directe au capital de l'émetteur doit être prise en compte pour l'application de cette interdiction.

Or, en l'espèce, la Cour d'Appel avait retenu des éléments de fait qui ne démontraient pas l'absence évidente d'indépendance des filiales à l'égard de la société mère, la Compagnie Financière de Paribas.

La Cour de Cassation a, en revanche, confirmé l'analyse faite par la Cour d'Appel en ce qui concerne la licéité de la constitution et de la réunion des masses des porteurs d'ORA, en relevant que ces titres sont, avant leur remboursement, des obligations et sont donc soumis à toutes les dispositions légales applicables aux obligations.

⁽¹⁹⁾ Pour de plus amples précisions sur cette affaire Cf. Rapport annuel 1994, pages 198 et 199

B DECISION DE LA COUR D'APPEL DE PARIS
CONCERNANT LE DOSSIER TUFFIER

Cinq ans après la mise en redressement judiciaire de la société de bourse Tuffier-Ravier-Py, la Cour d'Appel de Paris a rendu, le 16 mars 1995, un arrêt confirmant et réformant pour partie la décision prononcée par le Tribunal de Grande Instance de Paris le 26 janvier 1994. En première instance, le Tribunal avait condamné MM. Tuffier et Py à une peine d'emprisonnement de dix-huit mois avec sursis et à une amende de 200.000 francs chacun du chef d'abus de biens sociaux, pour avoir, en qualité de président et administrateur de la S.A. Pact Arbitrage, accordé des prêts à la société de bourse Tuffier-Ravier-Py dans le cadre d'une opération de pension, effectuée après le dépôt de bilan, alors même qu'ils savaient que les titres remis n'étaient pas la propriété de la société Tuffier-Ravier-Py.

Les prévenus avaient été relaxés des délits d'abus de confiance qui leur étaient reprochés au préjudice de la Banque Populaire du Nord et des porteurs de parts du FCP Sécurité Plus, le tribunal ayant estimé que les titres de valeurs mobilières dématérialisées constituaient des droits incorporels insusceptibles de faire l'objet d'un dépôt au sens de l'article 1915 du code civil.

Requalifiant les faits dénoncés par la poursuite, la Cour d'Appel de Paris a déclaré MM. Tuffier et Py coupables d'abus de biens sociaux et d'abus de confiance.

Partant du constat que le titulaire d'un titre a un droit réel de propriété sur la valeur matérielle de celui-ci, faisant l'objet de l'inscription en compte, elle a notamment jugé qu'en se livrant à des opérations de mise en pension des titres emportant transfert de propriété, alors qu'elle n'avait pas reçu le pouvoir de disposer de ces derniers, la société de bourse avait commis, au préjudice de la banque cliente, un détournement caractérisant le délit d'abus de confiance.

Les autres prévenus, relaxés en première instance, ont tous, à l'exception d'un seul, été condamnés pour abus de confiance ou complicité de ce délit à des peines d'emprisonnement avec sursis de douze à dix-huit mois et d'amendes de 100.000 à 300.000 francs.

Cet arrêt a fait l'objet d'un pourvoi devant la Cour de Cassation.

III - LA PROTECTION DES PORTEURS D'OPCVM DE LA BANQUE PALLAS STERN

A la suite de difficultés financières, la Banque PALLAS STERN a été conduite à cesser ses paiements à compter du 22 juin 1995 et a été mise en redressement judiciaire le 30 juin 1995 par le Tribunal de commerce de Paris.

Cette situation a entraîné la suspension des opérations de rachats/souscriptions des titres de la plupart des OPCVM dont la Banque PALLAS STERN était dépositaire. La détention par ces OPCVM d'actifs et de créances sur les sociétés du groupe PALLAS STERN, dont la valorisation est devenue incertaine du fait de la défaillance de la banque, a rendu impossible l'établissement des valeurs liquidatives de ces OPCVM et donc la réalisation des opérations de rachats/souscriptions.

Pour favoriser un retour au fonctionnement normal des OPCVM, les fonctions de dépositaire des actifs de ces OPCVM ont été transférées de la Banque PALLAS STERN à la CAISSE CENTRALE DES BANQUES POPULAIRES (CCBP).

Par ailleurs, afin de permettre aux investisseurs de retrouver la liquidité de leur placement, une société dite de "défaillance", prenant la forme d'une société par actions simplifiée, filiale de la CCBP, a été constituée pour reprendre et gérer les actifs et créances des OPCVM, la mise en redressement judiciaire de la Banque PALLAS STERN ayant rendu impossible l'établissement d'une valorisation.

Ces actifs et créances ont été transférés au franc symbolique avec une clause de complément de prix dont le montant serait égal au montant de ces actifs et créances éventuellement recouverts par la société de défaillance dans le cadre de la procédure de redressement judiciaire de la Banque PALLAS STERN.

Ce complément de prix a été simultanément abandonné par les OPCVM au profit de leurs porteurs et actionnaires au 22 juin 1995, qui bénéficient ainsi contre la société de défaillance d'un droit direct de retour à meilleure fortune, incessible et non négociable.

Les opérations de rachats/souscriptions des titres des OPCVM, suspendues depuis le 22 juin 1995, ont pu reprendre pour la plupart à compter du 29 décembre 1995.

Enfin, la gestion de la plupart de ces OPCVM a été confiée à diverses autres sociétés de gestion.

IV - LES REPONSES AUX PLAINTES REÇUES A LA COB

La COB a reçu des plaintes concernant notamment, les conditions de livraison des titres, la gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières.

A LES CONDITIONS DE LIVRAISON DES TITRES LORS DU DETACHEMENT DU COUPON DE DIVIDENDE

La COB rappelle, à l'occasion de plaintes relatives aux conditions de livraison des titres lors du détachement du coupon de dividende, que l'article 4-4-6 du règlement général du Conseil des Bourses de Valeurs précise que toutes les livraisons de titres en liquidation s'effectuent coupon détaché, que la négociation soit intervenue avant ou après le détachement du coupon.

Ainsi, les opérateurs en position acheteur sur le règlement mensuel sont crédités sur leur compte de liquidation d'une indemnité égale au montant net du coupon. Cette indemnité correspond à une correction du prix de négociation pour tenir compte de la livraison du titre coupon détaché.

Cette indemnité n'est pas déclarable dans les revenus de l'acheteur. Ce dernier ne peut donc bénéficier de l'avoir fiscal.

Selon l'article précité, les opérations en position vendeur sur le règlement mensuel voient leur compte de liquidation débité du montant du coupon.

Les vendeurs ayant les titres sous dossier le jour du détachement du coupon, sont crédités du coupon sur leur compte espèces. Dès lors, le vendeur est imposable sur le montant du coupon, éventuellement majoré de l'avoir fiscal.

B LA GESTION DE PORTEFEUILLE

La Commission attire une nouvelle fois l'attention des épargnants sur la nécessité d'éviter de signer un mandat de caractère général et de préciser, lors de sa signature, la nature des titres et les marchés sur lesquels le mandataire est autorisé à intervenir. Il leur appartient également de contester dans les meilleurs délais toutes opérations réalisées en dehors du mandat, dès réception des comptes-rendus d'opérations.

Le traitement des réclamations relatives au dépassement de mandat ou à la gestion de fait a parfois donné lieu à indemnisation des plaignants.

L'indemnisation est intervenue dans des situations où l'intermédiaire, titulaire d'un mandat de gestion, n'avait pas, par exemple, respecté l'orientation prudente du mandat de gestion, notamment en effectuant des reports de position sur le marché à règlement mensuel, parfois même en méconnaissance de l'interdiction formulée dans le mandat.

C DEMANDE DE SUSPENSION DES COTATIONS DE L'ACTION EUROTUNNEL

Une association a saisi la COB d'une demande de suspension des cotations de l'action Eurotunnel. La Commission a répondu que l'évolution du cours faisant suite à une information diffusée par la société conformément à ses recommandations, il ne paraissait pas opportun de suspendre les cotations et que, le titre étant coté à Londres, les négociations pourraient s'y poursuivre sans aucun avantage pour les porteurs français. A la suite de la réponse négative de la Commission, l'association a saisi en référé le Président du Tribunal de Grande Instance de Paris.

Par ordonnance en date du 29 septembre 1995, le président de cette juridiction a rejeté la demande, considérant qu'il n'était aucunement justifié que soient réunies en l'espèce les conditions d'application de l'article 809 du code de procédure civile, qui prévoit que le référé intervient pour prévenir un dommage imminent ou faire cesser un trouble manifestement illicite.

I - LA SURVEILLANCE DU MARCHÉ

En 1995, quatre vingt six enquêtes ont été décidées contre quatre vingt onze en 1994. Dans le même temps, quatre vingt onze ont été rapportées devant la Commission. A la fin 1995, cinquante cinq enquêtes étaient en cours contre soixante au 31 décembre 1994.

Les enquêtes rapportées en 1995, ont donné lieu à vingt cinq transmissions à l'autorité judiciaire contre vingt trois en 1994. Sept enquêtes, à l'instar de 1994, ont fait l'objet de l'ouverture par la Commission de quatorze procédures aux fins de sanctions administratives. Dix huit rapports ont été adressés au Conseil des bourses de valeurs, au Conseil du marché à terme ou à la Commission bancaire. La COB a informé le Conseil de discipline des OPCVM de cinq cas.

En outre, un certain nombre d'enquêtes ont contribué cette année à alimenter les réflexions des autorités de régulation des marchés en matière de réglementation boursière. Deux problèmes notamment, mis en évidence par des enquêtes, sont en cours d'examen : celui de la cession d'un bloc de contrôle à un prix différent du cours de bourse, dans le cas où cette cession est effectuée au moyen d'un contrat optionnel, et celui de l'achat de titres sur le marché par l'initiateur d'une demande d'offre publique de retrait postérieurement à cette demande.

Une enquête a également fait apparaître des lacunes dans l'information diffusée à l'occasion d'une inscription sur le marché hors-cote qui ont conduit à modifier l'instruction d'application du règlement 92-02 de la Commission.

A LES RECHERCHES D'INFRACTIONS

Enquêtes portant sur la diffusion d'informations susceptibles d'être qualifiées de trompeuses ou inexactes

Trois enquêtes portant sur l'information diffusée par des sociétés ont donné lieu à une transmission au Parquet et à l'ouverture d'une procédure aux fins de sanctions administratives.

Plusieurs enquêtes rapportées cette année ont été engagées à la suite de publications par des sociétés de résultats financiers en sensible retrait par rapport à des prévisions souvent présentées par leurs dirigeants sans les réserves ou la prudence nécessaires.

Sans révéler d'infractions aux dispositions légales ou réglementaires, un certain nombre d'enquêtes ont fait apparaître des lacunes dans la diffusion de l'information par des émetteurs. Ainsi, à trois reprises, cette année, la Commission a rendu publiques les observations qu'elle a été amenée à faire, à cet égard, aux dirigeants de trois sociétés : Lagardère Groupe ⁽²⁰⁾, Accor ⁽²¹⁾ et Eurotunnel ⁽²²⁾. Dans le cas de Lagardère Groupe, l'enquête a été faite à la demande de la société elle-même.

Les faits relevés dans ces enquêtes ont été l'occasion pour la Commission de rappeler les quelques principes d'une bonne information permanente à savoir que le mode normal de diffusion d'une information susceptible d'avoir une influence sur le cours de bourse est la diffusion effective et intégrale d'un communiqué officiel par l'émetteur, qu'un tel communiqué doit être exact, précis et sincère, et que sa diffusion doit s'effectuer le plus tôt possible et, afin d'assurer un égal accès du public à l'information, si possible en dehors des heures d'ouverture de la bourse.

Une enquête, enfin, qui portait sur la diffusion d'une fausse information relative à deux sociétés cotées au Règlement Mensuel, a mis en lumière les problèmes de sécurité que peut soulever l'utilisation des télécopieurs.

Cette enquête avait été ouverte à la suite de la réception par une société de bourse d'une télécopie annonçant un événement important concernant ces deux sociétés.

Les investigations effectuées ont révélé que c'était à l'aide d'un télécopieur appartenant à une société de conseil en recrutement, que l'information inexacte avait été diffusée à plusieurs sociétés de bourse. Or ce télécopieur était d'accès libre et ne bénéficiait d'aucun dispositif permettant l'identification de l'utilisateur.

Le dirigeant de la société de conseil a été invité à prendre des mesures de sécurité quant à l'utilisation de ses télécopieurs.

Cette enquête a permis de sensibiliser les sociétés de bourse sur le fait d'avoir à prévenir immédiatement la Commission des opérations de bourse de toute diffusion d'information anormale dont elles seraient destinataires.

Enquêtes sur des faits susceptibles de constituer un manquement ou un délit d'initiés

Quatre enquêtes ont révélé des faits susceptibles de constituer des délits d'initiés et de contrevenir aux dispositions du règlement n° 90-08 de la Commission relatif à l'utilisation d'une information privilégiée.

⁽²⁰⁾ *Bulletin mensuel de la Commission d'Avril 1995*

⁽²¹⁾ *Bulletin mensuel de la Commission Juillet-Août 1995*

⁽²²⁾ *Bulletin mensuel de la Commission Juillet-Août 1995*

B LA SURVEILLANCE DES OPERATIONS DE PRIVATISATION

La Commission a poursuivi cette année la surveillance des opérations de privatisation qui ont essentiellement pour but de s'assurer du respect des dispositions relatives au traitement des ordres prioritaires lors des offres publiques de vente (OPV).

En 1995, la Commission a achevé l'examen des souscriptions aux OPV d'actions UAP, Renault, Seita et Usinor-Sacilor.

Les anomalies constatées ont été relativement peu nombreuses et, dans tous les cas, de peu d'importance.

L'irrégularité la plus fréquente concerne, toujours, les souscriptions par un compte-joint. Dans un tel cas, le plus souvent, un seul conjoint signe le bordereau de souscription, ce qui est contraire aux conditions expressément énoncées dans la note d'information selon lesquelles un ordre A doit être signé par le donneur d'ordre ou son représentant légal et en aucun cas par un mandataire. Un ordre émis pour un compte-joint doit donc être signé par les deux conjoints. Cette difficulté pourrait être levée si la note d'information prévoyait que lorsqu'un ordre a vocation à être financé par un compte-joint, celui-ci peut n'être signé que par l'un des conjoints.

C ENQUETES RELATIVES AUX SOCIETES DE GESTION DE PORTEFEUILLE

Cinq enquêtes sur des sociétés de gestion de portefeuille ont été rapportées en 1995.

Elles ont amené la Commission à retirer son agrément à trois sociétés et à transmettre le dossier concernant celles-ci au Parquet.

Dans deux cas, les investigations ont fait apparaître que des sociétés avaient développé une activité de transmetteur d'ordres sur le marché obligataire permettant la réalisation de négociations à des cours anormaux au préjudice, soit d'un établissement de crédit, soit de caisses de retraite. Ces faits ont été considérés comme pouvant constituer des escroqueries ou des abus de confiance.

Dans le dernier cas, l'enquête a permis de relever une anomalie déjà rencontrée par le passé : l'existence d'opérations contraires aux mandats de gestion ayant entraîné des pertes pour les clients. Intervenues sur les marchés dérivés, ces opérations ont excédé les limites d'engagement prévues et pu être réalisées dans l'unique but de générer des rétrocessions de courtage. Ces pratiques sont susceptibles de constituer des abus de confiance.

D ENQUETES LIEES AUX ACTIVITES DE DEMARCHAGE

Cinq enquêtes ont été rapportées devant la Commission, trois donnant lieu à une transmission au Parquet.

Comme en 1994, l'attention de la Commission a été de nombreuses fois attirée sur des activités de démarchage exercées dans des conditions illicites. La collaboration des délégués régionaux de la Commission a été à cet égard utile.

Cette année, sur le fondement de pièces qui lui étaient parvenues, la Commission a informé le Parquet de l'activité qui lui paraissait illicite exercée par certaines personnes. Onze dossiers ont ainsi fait l'objet d'une transmission directe.

E ENQUETES SUR LES SOCIETES CIVILES DE PLACEMENT IMMOBILIER

Quatre enquêtes ont été rapportées devant la Commission.

Une enquête a révélé l'existence de pratiques préjudiciables aux porteurs de parts : la mise en place de prêts des SCPI à la société holding du groupe promoteur, laquelle n'était pas en mesure de les rembourser, et l'occupation à titre gratuit d'un immeuble appartenant à une SCPI par les sociétés assurant sa promotion et sa gestion.

Ces opérations pourraient être qualifiées d'abus de biens sociaux. Elles pourraient, en outre, être considérées comme non conformes à l'objet social des SCPI en raison de l'importance et de la permanence de dépôts de fonds auprès de la société holding.

Le dossier a été transmis au Parquet.

F ENQUETES SUR LES OPCVM

Neuf enquêtes de cette nature ont été rapportées devant la Commission.

Le Parquet a été saisi du cas de trois dossiers, les faits relevés étant susceptibles d'être examinés au regard des dispositions relatives au faux et à l'usage de faux, à l'escroquerie ou à l'abus de confiance.

La Commission a informé le Conseil de discipline des OPCVM de cinq dossiers.

Plusieurs enquêtes ont fait apparaître que les gestionnaires de certains OPCVM avaient affiché des valeurs liquidatives inexactes en ne tenant pas compte des moins-values provoquées, début 1994, par la hausse des taux d'intérêts sur les marchés financiers.

- ▲ Une enquête concernant les OPCVM dont Rochefort Finances était dépositaire a mis en évidence des surévaluations d'actifs portant sur des emprunts obligataires entièrement détenus par une SICAV et sur des options de gré à gré. Il a été relevé que des opérations, ayant pour effet d'exposer de façon significative cette SICAV sur les marchés de taux, avaient eu lieu contrairement à l'orientation des placements. Il fut, de surcroît, observé que des opérations gagnantes avaient pu être attribuées, non pas à un FCP de Rochefort Finances, mais à un tiers au moyen d'un mécanisme d'affectation a posteriori des ordres.
- ▲ Une autre enquête a révélé que des warrants japonais avaient été acquis auprès d'un intermédiaire étranger ne disposant pas des autorisations nécessaires pour avoir une activité de courtage. Ces opérations se sont révélées lourdement perdantes.

D'une façon générale, les enquêtes soulignent des carences dans les modalités de gestion des certains OPCVM : multiplication d'opérations ne paraissant pas correspondre à l'intérêt des souscripteurs, non respect des ratios de division des risques dans l'utilisation de fonds relevant de places financières extra-territoriales, problèmes organisationnels.

G LA COOPERATION INTERNATIONALE

L'activité internationale de la COB a été marquée en 1995 par une double tendance.

Les échanges d'informations au sein de l'Espace Economique Européen (EEE) se sont multipliés, et même systématisés. Ce phénomène s'explique notamment par le besoin pour les autorités de contrôle de renforcer leurs relations de coopération en vue de la très prochaine mise en oeuvre de la Directive concernant les Services d'Investissement (DSI).

En outre, la collaboration entre autorités dans le cadre des enquêtes s'est encore intensifiée pour répondre à la globalisation toujours plus poussée des marchés financiers et assurer ainsi leur intégrité dans un environnement international.

1 - LES ÉCHANGES D'INFORMATION AU SEIN DE L'EEE SE MULTIPLIENT

La mise en oeuvre de la DSI suppose l'existence de liens de coopération particulièrement forts entre autorités compétentes afin que soient assurés au sein de l'Espace Economique Européen une surveillance et un contrôle efficaces des marchés et des entreprises d'investissement.

L'année 1995 a ainsi vu se mettre en place peu à peu des procédures permettant un échange d'informations aisé et rapide, qu'il soit spontané ou effectué sur demande, ainsi qu'une collaboration constante et étroite entre les autorités de contrôle.

La COB a dans cet esprit pu constater que la coopération avec les régulateurs européens s'élargissait, devenait plus systématique et régulière.

Les demandes d'informations, en dehors de toute enquête, reçues ou transmises à ses homologues européens, se sont considérablement accrues. Ces échanges d'informations ont porté sur tous les aspects de la surveillance du marché et sur les conditions d'exercice, par des professionnels, d'activités financières à l'intérieur de l'espace européen.

De nombreuses données de marché ont été échangées, notamment en ce qui concerne des produits négociés sur plusieurs places européennes.

2 - LA COOPÉRATION ENTRE RÉGULATEURS DANS LE CADRE DES ENQUÊTES S'INTENSIFIE

L'automatisation des activités financières de même que l'interdépendance des marchés rendent nécessaires une coopération renforcée, étendue et multiforme.

Tandis que la coopération de la Commission avec les autorités des principales places financières se poursuivait, l'année 1995 a vu se renforcer les liens avec les régulateurs des places développées plus récemment et dont l'organisation, la réglementation et le contrôle se mettent progressivement en place.

L'assistance mutuelle en matière d'enquête et de recherche d'infractions reste primordiale.

La coopération dans ce domaine prend de plus en plus fréquemment la forme d'une véritable collaboration d'une durée souvent prolongée.

Il est en effet désormais classique que les données recueillies fassent l'objet d'un examen, d'une analyse et d'une interprétation commune des autorités concernées.

Ce phénomène peut s'expliquer par la complexité des recherches et parfois, par l'intérêt commun de multiples autorités à enquêter dans certaines affaires transnationales.

Répartition par pays des demandes d'assistance

	DEMANDES 1994		DEMANDES 1995	
	REÇUES	PRÉSENTÉES	REÇUES	PRÉSENTÉES
Allemagne	0	0	10	3
Autriche	0	0	1	1
Australie	1	2	2	1
Belgique	5	9	5	3
Canada	1	3	4	4
Danemark	0	0	1	1
Espagne	1	6	4	5
Etats-Unis	15	20	10	15
Guernesey	0	1	3	5
Hong Kong	1	0	1	3
Irlande	1	0	0	0
Italie	4	4	3	5
Jersey	0	1	3	4
Luxembourg.	3	5	3	3
Pays Bas	1	5	1	3
Royaume Uni	10	35	26	35
Singapour	0	0	4	2
Suisse	0	7	1	5
Autres	7	5	10	8
Total	50	103	92	106

Répartition par nature des demandes d'assistance

	DEMANDES 1994		DEMANDES 1995	
	REÇUES	PRÉSENTÉES	REÇUES	PRÉSENTÉES
Agrément				
Transmission d'informations sur les intermédiaires	11	0	29	1
Surveillance				
Demande d'informations de marché	6	23	4	8
Demande d'assistance technique	1	0	18	3
Transmission spontanée d'informations sur les intermédiaires	4	5	2	5
Tenue de marché passive	1	0	0	0
Recherche d'infractions				
Utilisation d'informations privilégiées	6	41	11	41
Diffusion de fausses informations.	1	9	1	1
Non déclaration de franchissement de seuil	3	3	1	0
Manipulation de cours.	1	3	1	4
Démarchage irrégulier	12	18	13	28
Infraction aux pratiques de marchés	1	0	8	12
Divers	3	1	4	3
Total	50	103	92	106

On relève en 1995 un accroissement de 84 % des demandes reçues par la Commission par rapport à l'année précédente.

Sur les quatre vingt onze enquêtes rapportées devant la Commission en 1995, vingt ont nécessité le concours d'autorités étrangères.

Le nombre d'enquêtes ouvertes par la Commission à la demande d'autorités étrangères a continué à progresser : seize en 1995 contre quatorze en 1994 et neuf en 1993

II - LES DECISIONS DE SANCTION ADMINISTRATIVE

Au cours de l'année 1995, la Commission des opérations de bourse a prononcé quatre sanctions à l'issue d'enquêtes concernant le marché du titre de sociétés.

Le quantum des sanctions pécuniaires prononcées est compris entre 250.000 F et 1.000.000 F

Deux décisions de sanction ont fait l'objet d'un recours devant la Cour d'Appel de Paris. Dans un cas, les requérants se sont désistés de leur action.

Les décisions de la Commission intervenues au cours de l'année 1995 sont fondées sur l'application des règlements 89-03 relatif aux offres publiques et aux acquisitions de blocs de contrôle, 90-02 relatif à l'obligation d'information du public, 90-05 relatif à l'utilisation abusive des pouvoirs ou des mandats et 90-08 relatif à l'utilisation d'une information privilégiée.

A PROCEDURES DE SANCTION A L'ENCONTRE DE LA SOCIETE WELCOM INTERNATIONAL ET DE M. W. (DECISIONS DU 1^{ER} JUIN 1995)

Application des règlements 90-02 relatif à l'obligation d'information du public et 90-08 relatif à l'utilisation d'une information privilégiée

Faits et procédure

Les actions de la société Welcom International ont été inscrites sur le marché hors-cote le 4 novembre 1993 à l'initiative de la société elle-même, qui, à cette fin, a déposé le 12 octobre 1993 un prospectus d'information conformément au règlement de la Commission des opérations de bourse n° 92-02 relatif à l'offre au public de valeurs mobilières. Le prospectus reproduisait notamment la situation intermédiaire arrêtée au 30 juin 1993 et un compte de résultat prévisionnel au 31 décembre 1993. Il décrivait l'activité de la société, et en particulier son activité principale d'offre directe télévisuelle permettant de distribuer des produits innovants.

Le 27 décembre 1993, la société Welcom International adressait à ses actionnaires une lettre faisant état "d'une belle croissance depuis trois ans" et les assurant que "1994 serait pour eux une très belle année". Il s'ensuivit un doublement du cours par rapport au prix offert lors de l'inscription sur le marché hors-cote.

Le 21 janvier 1994, la société Welcom International faisait paraître un communiqué dans la presse annonçant des résultats pour 1993 en retrait par rapport aux prévisions annoncées lors de l'inscription sur le marché hors-cote. Cette annonce entraîna une baisse des cours.

Enfin, le 8 avril 1994, un nouveau communiqué de presse publié par la société confirmait que les prévisions de chiffre d'affaires et de résultat net pour l'exercice 1993 ne seraient pas atteintes et annonçait la mise en sommeil de l'activité d'offre directe télévisuelle. Cette situation résultait, selon la société, de récentes directives du Bureau de Vérification de la Publicité. Une nouvelle et importante baisse des cours s'ensuivit.

A la suite de ce dernier communiqué, la Commission des opérations de bourse faisait procéder à une enquête et décidait d'ouvrir une procédure de sanction administrative à l'encontre de la société Welcom International sur le fondement du règlement n° 90-02 de la COB relatif à l'obligation d'information du public.

Les investigations effectuées ayant par ailleurs mis en évidence la cession, le 6 janvier 1994, de 9 000 titres Welcom International par le directeur général de la société, il était également décidé d'ouvrir à l'encontre de ce dernier une procédure de sanction administrative sur le fondement du règlement n° 90-08 relatif à l'utilisation d'une information privilégiée.

1 - Décision concernant la société Welcom International

La Commission a relevé, à l'encontre de cette société, les faits suivants :

- a) Les prévisions de chiffre d'affaires, mentionnées dans le prospectus simplifié, n'avaient pas été corrigées lors de la présentation de la société aux analystes financiers réunis le 27 octobre 1993, alors que les dirigeants de la société Welcom International avaient connaissance, à cette date, d'un écart négatif cumulé de 12,3 % pour les mois d'août et septembre 1993 par rapport aux prévisions.
- b) L'étude financière accompagnant le prospectus faisait mention de l'espoir des dirigeants en une évolution favorable des dispositions réglementaires applicables à l'offre directe télévisuelle, qui représentait l'essentiel de l'activité de la société, sans indiquer les conditions restrictives précédemment imposées par le Conseil Supérieur de l'Audiovisuel pour la mise en oeuvre de cette méthode de vente.
- c) La lettre adressée aux actionnaires le 27 décembre 1993 mentionnait "une petite déception" sur la commercialisation d'une ligne de parfums mais elle passait sous silence la dégradation persistante du chiffre d'affaires (l'écart entre les prévisions et le chiffre d'affaires réalisé du 1er juillet au 30 novembre 1993 s'élevant à 44,5 %).
- d) Le communiqué diffusé par la société Welcom International le 21 janvier 1994 annonçait le chiffre d'affaires réalisé en 1993, sans mentionner le maintien des interdictions réglementaires antérieures relatif aux offres publicitaires télévisuelles, pourtant porté à la connaissance des dirigeants de la société vers le 15 janvier 1994, ni la décision aussitôt prise par la société de suspendre son activité d'offre télévisuelle directe.

Au vu de ces éléments, il est apparu à la Commission que n'avaient pas été exactes, précises et sincères les informations publiées ou diffusées par la société Welcom International lors de l'inscription sur le marché hors-cote, ainsi que celles contenues dans la lettre aux actionnaires du 27 décembre 1993 et le communiqué du 21 janvier 1994.

La Commission a décidé de prononcer une sanction de 500.000 F à l'encontre de la société Welcom International sur le fondement du règlement n° 90-02 relatif à l'obligation d'information du public. La Cour d'Appel de Paris, par arrêt du 25 janvier 1995, a confirmé la décision de la COB.

2 - Décision concernant M. W. , directeur général de la société Welcom International

M. W. , alors directeur général de la société Welcom International, a cédé, le 6 janvier 1994, 9.000 titres de cette entreprise, à une époque où il connaissait la dégradation du chiffre d'affaires de la société et alors que cette information n'avait pas été rendue publique.

La Commission a considéré que cette cession constituait une infraction au règlement n° 90-08 relatif à l'utilisation d'une information privilégiée et a décidé de prononcer une sanction de 1.000.000 francs à l'encontre de M. W. Par arrêt du 23 janvier 1995, la Cour d'Appel de Paris a rejeté le recours formé par ce dernier et ramené le montant de l'amende à 100.000 francs.

B PROCEDURE DE SANCTION A L'ENCONTRE DE LA SOCIETE HFP (DECISION DU 11 AVRIL 1995)

Application du règlement n° 89-03 relatif aux offres publiques et aux acquisitions de blocs de contrôle

A la suite de la prise de contrôle de la société Hubert Industries par la société HFP, cette dernière ainsi que MM. Gérard et Noël H. respectivement président et directeur général de la société ont été déclarés tenus de garantir, au profit des actionnaires minoritaires, le prix de l'action Hubert Industries ⁽²³⁾.

Tardant à déposer le dossier de garantie de cours aux conditions fixées par le Conseil des Bourses de Valeurs, et n'ayant pas déféré à la mise en demeure adressée par le Président de la Commission des opérations de bourse, la société HFP et MM. H. se voyaient ordonner, sous astreinte de 10 000 F par jour de retard, de déposer un projet de garantie de cours, par ordonnance du Président du Tribunal de Grande Instance de Paris en date du 5 août 1994⁽²⁴⁾.

Le 11 août 1994, la Société des Bourses Françaises publiait un avis faisant connaître qu'elle avait été saisie d'un projet d'offre publique simplifiée présenté par la société HFP, offre par laquelle cette dernière s'engageait à se porter acquéreur des actions Hubert Industries au prix unitaire de 97,55 F.

Or, le 24 août suivant, la Commission était avisée de ce que, par courrier du 23 août adressé à certains actionnaires de la société Hubert Industries, la société HFP, alléguant le risque que les contentieux en cours ne conduisent à devoir exiger de ces mêmes actionnaires le remboursement du prix perçu à l'occasion de la garantie de cours, proposait à ceux-ci de ne pas apporter leurs titres à l'offre en contrepartie du versement d'une somme de 45 F par action.

⁽²³⁾ Pour de plus amples précisions sur le détail de ce dossier et notamment sur le contentieux né des décisions du Conseil des Bourses de Valeurs, Cf. Rapport annuel 1993, pages 149 et suivantes, rapport annuel 1994, pages 199 et suivantes.

⁽²⁴⁾ Cette ordonnance a été confirmée par arrêt de la cour d'appel de Paris en date du 18 septembre 1995, un pourvoi en cassation a été formé contre cette décision.

Ayant estimé que cette pratique était contraire à son règlement n° 89-03 relatif aux offres publiques et aux acquisitions de blocs de contrôle, la Commission décidait d'engager une procédure de sanction administrative à l'encontre de la société HFP.

Dans sa décision (25), la Commission a considéré que cette sollicitation des actionnaires, même en supposant qu'elle ait poursuivi un objectif transactionnel, était prohibée par les articles 3 et 6 du règlement n° 89-03, dans la mesure où il résulte de ces textes qu'une personne tenue d'initier une offre ne peut, par un procédé quelconque, faire ou tenter d'y faire échec. La société HFP a été condamnée à une sanction pécuniaire de 250.000 F.

Il est à noter que cette décision avait fait l'objet d'un recours, mais que les requérants s'en sont désistés.

C PROCEDURE DE SANCTION A L'ENCONTRE DE M.O. (DECISION DU 2 DECEMBRE 1995)

Application du règlement 90-02 relatif à l'obligation d'information du public

Le 21 octobre 1993, la Compagnie Immobilière Phénix, dont Monsieur O était à l'époque président, annonçait, dans un communiqué de presse relatif à l'activité du premier semestre, un maintien de son résultat consolidé pour l'ensemble de l'exercice 1993 à un niveau comparable à celui de l'exercice précédent (soit un bénéfice de l'ordre de 137 millions de francs). La stabilité du résultat était attribuée à une certaine reprise des ventes de logements et à la baisse des taux d'intérêt.

Or, l'enquête diligentée par la Commission des opérations de bourse a établi que, contrairement à l'information diffusée le 21 octobre 1993, la stabilité annoncée du résultat reposait non sur une reprise conjoncturelle mais sur la cession des titres de deux sociétés. Sans les plus-values estimées à 349 millions de francs que devaient générer ces cessions, le résultat prévisionnel de l'exercice aurait affiché une perte.

En outre, il est apparu que ces opérations présentaient un caractère aléatoire, incertain et, qu'au jour du communiqué du 21 octobre 1993, elles n'étaient pas suffisamment avancées pour être raisonnablement intégrées dans les prévisions de résultat de l'exercice 1993.

Par ailleurs, aucun communiqué rectificatif modifiant les prévisions de la société n'a été publié avant l'annonce, le 13 mai 1994, des résultats définitifs affichant une perte de 158 millions de francs, alors qu'il apparaissait, dès le 29 décembre 1993, que l'opération projetée ne pouvait être prise en compte au titre de l'exercice 1993.

La Commission des opérations de bourse a considéré qu'en laissant diffuser dans le communiqué du 21 octobre 1993 une information inexacte et trompeuse, M.O avait enfreint l'article 3 du règlement n° 90-02 et qu'en omettant d'informer le public de l'évolution prévisible du résultat de la société, il avait manqué à l'obligation d'information prévue par l'article 4 du règlement précité.

La Commission des opérations de bourse a décidé le 12 décembre 1995 de prononcer une sanction de 500.000 francs à l'encontre de M.O sur le fondement des articles 3 et 4 de son règlement n° 90-02. Un recours a été formé contre cette décision par M.O.

III - LES DECISIONS DU CONSEIL DE DISCIPLINE DES OPCVM

Le Conseil de discipline des OPCVM a rendu six décisions de sanction au cours de l'année 1995 dans des affaires ayant fait l'objet d'enquêtes de la COB. Les cinq premières résultent d'une saisine du Conseil par la COB dans le cadre de l'article 33-3 de la loi du 23 décembre 1988 ; la dernière, celle relative à la SICAV Rochefort Court Terme, a donné lieu, selon la procédure désormais utilisée, à autosaisine du Conseil, comme l'y autorise ce même article 33-3, pour faire suite à des informations qui lui étaient transmises par la COB dans le cadre de l'article 21 de la loi du 23 janvier 1988 qui autorise, notamment, la COB et le Conseil de discipline des OPCVM à se communiquer les renseignements nécessaires à l'accomplissement de leurs missions respectives.

Le 13 janvier 1995, le Conseil de discipline a prononcé à l'encontre de la société **Arjil Gestion** un blâme et une sanction pécuniaire d'un million de francs, et de **la Banque Arjil** un blâme et une sanction pécuniaire de 500 000 francs.

Le Conseil a relevé des pratiques de comptabilisation contestables pour des opérations à réméré assorties de décotes en cascade dont la justification n'était pas établie, ayant pour résultat des minorations artificielles de l'actif net et par conséquent de la valeur liquidative des parts.

Le 28 avril 1995, il a prononcé un blâme à l'encontre de **la société de bourse Patrice Wargny SA et de son président**, et une sanction pécuniaire de 200 000 F à l'encontre de la société de bourse et de 300 000 F à l'encontre de la société de gestion Sogesmar SA. Le Conseil a relevé un non respect des ratios de division des risques et une absence d'indépendance manifeste entre le dépositaire et l'OPCVM concerné.

Le Conseil a également prononcé un blâme à l'encontre de la société **Dumenil et Associés Gestion et de la Sicav Finance Sociétés** et une sanction pécuniaire de 200 000 F à l'encontre de la **banque Dumenil Leblé** et 400 000 F à l'encontre du président du directoire de la banque, à l'époque des faits. Le Conseil a relevé un portage excessif des titres du groupe des OPCVM en contradiction avec le principe de l'intérêt exclusif des souscripteurs et de l'indépendance de la société de gestion.

Le 6 juin 1995 le Conseil a prononcé un blâme à l'encontre de la **Banque d'Arbitrage et de Crédit** et à l'encontre de son président à l'époque des faits ainsi qu'un blâme à l'encontre de la **société Bac Conseil** et de son président à l'époque des faits. Le Conseil a relevé une organisation inadaptée aux exigences de rigueur, de clarté, de précisions requises en matière d'OPCVM, le déroulement des opérations, leur affectation et le contrôle des risques ne pouvant être assurés avec une complète sécurité.

Il a prononcé également un blâme et une sanction pécuniaire de 100 000 F à l'encontre de la **société SBS Valeurs** (France) dépositaire, un blâme à l'encontre de la **société SGRB** gestionnaire des fonds communs et un avertissement à l'encontre du président de la société de gestion et de la société de bourse dépositaire. Le Conseil a considéré que le dépositaire n'avait pas contrôlé la régularité des décisions prises par la société de gestion et qu'il n'existait pas de réelle séparation de fonction entre les gestionnaires des OPCVM et les salariés de la société de bourse dépositaire.

Dans sa séance du 8 décembre 1995, le Conseil a examiné les faits relatifs à la **Sicav Rochefort Court Terme et à la société Rochefort Finances, dépositaire.**

Le 6 septembre 1994, la Commission des opérations de bourse avait décidé d'ouvrir une enquête sur la Sicav Rochefort Court Terme dont la société Rochefort Finances est le dépositaire. Le 1^{er} septembre 1994, le Président de la Sicav avait en effet informé la Commission des opérations de bourse que cette dernière avait subi des pertes de l'ordre de 600 millions de francs et que les valeurs liquidatives publiées ne reflétaient pas la valeur réelle des actifs.

Au cours de son enquête, la Commission a relevé des faits susceptibles de constituer des infractions à la loi du 23 décembre 1988 sur les OPCVM, au règlement n° 89-02 de la Commission des opérations de bourse relatif aux OPCVM et à son instruction d'application ainsi qu'au règlement n° 90-02 relatif à l'obligation d'information du public.

A l'issue de son enquête, la Commission des opérations de bourse a décidé d'informer le Conseil de discipline des OPCVM, des faits relevés. Le Conseil de discipline des OPCVM a décidé d'infliger des sanctions pécuniaires allant de 100.000 francs à 1.200.000 francs ainsi que des interdictions temporaires ou définitives d'exercer les activités de gestionnaire ou de dépositaire d'OPCVM à l'encontre du Président, des directeurs et de certains employés de la Sicav. Il a également prononcé une interdiction d'exercice de l'activité de dépositaire pendant une durée de cinq ans, à l'encontre de la Société Rochefort Finances dépositaire.

Il a considéré en effet que :

- ▲ la réalisation d'opérations contraires à l'orientation monétaire des placements de la SICAV (placements de BTAN à plus de deux ans, positions ouvertes sur le MATIF, engagements sur Swaps et Caps longs ouverts) et d'opérations interdites aux OPCVM ou ne respectant pas les conditions d'intervention par la COB constituaient des infractions aux règles de pratique professionnelle en la matière.
- ▲ la surévaluation de certains actifs détenus par la SICAV destinée à dissimuler les pertes subies par celle-ci, avait entraîné l'établissement et la publication de valeurs liquidatives délibérément erronées et trompeuses en infraction aux règlements de la COB n° 89-02 et 90-02.
- ▲ la séparation entre les fonctions de dépositaire et de gestionnaires était insuffisante.

IV - LES DECISIONS JUDICIAIRES

A DECISION DE LA COUR DE CASSATION DU 26 JUIN 1995 CONCERNANT LA BANQUE DE L'UNION EUROPEENNE

La chambre criminelle de la Cour de Cassation a eu à se prononcer sur la décision de la Cour d'Appel de Paris concernant la Banque de l'Union Européenne dont deux dirigeants MM. A. et C. avaient, pour le compte de cette banque, acquis en octobre et novembre 1988 une quantité importante de titres La Ruche Méridionale avant le dépôt, sur ce titre, d'une OPA suivie d'une contre-OPA.

Poursuivis pour délit d'initié devant le tribunal correctionnel de Paris, sur le fondement de l'article 10-1 de l'ordonnance du 28 septembre 1967, MM. A. et C. avaient soutenu en défense qu'ils ne disposaient pas d'informations privilégiées et avaient procédé à l'acquisition des titres La Ruche Méridionale en tirant parti de leur seule compétence d'expert.

Le tribunal de grande instance de Paris ayant condamné MM. A. et C. par jugement du 30 juin 1992, la 9^{ème} chambre de la Cour d'Appel de Paris a, dans un arrêt du 15 mars 1993, confirmé le jugement entrepris aux motifs que le caractère précis, certain et confidentiel de l'information doit s'apprécier "à la lumière des circonstances de l'espèce, la précision du renseignement pouvant notamment résulter de la spécificité de l'activité économique de l'entreprise objet de telles informations, ainsi que de la particulière connaissance du bénéficiaire des dites informations".

La Cour de Cassation a cassé cette décision et dit qu'il n'y avait pas lieu à renvoi par un arrêt du 26 juin 1995, considérant que "le caractère privilégié des informations au sens de [l'article 10-1 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 et de la directive 89/592/CEE du 13 novembre 1989 relative aux opérations d'initiés] ne saurait résulter de l'analyse que peut en faire celui qui les reçoit et les utilise, mais doit s'apprécier de manière objective, excluant tout arbitraire et en fonction de leur seul contenu".

B DECISION DE LA COUR DE CASSATION DU 14 NOVEMBRE 1995 CONCERNANT LE DOSSIER DEHAYE - BEAUX SITES

Par arrêt du 14 novembre 1995, la chambre commerciale de la Cour de Cassation a rejeté le pourvoi formé par M. D. contre l'arrêt du 17 mars 1993 de la Cour d'Appel de Paris qui avait confirmé la décision rendue par la Commission des opérations de bourse le 29 septembre 1992 ⁽²⁶⁾, sur le fondement de l'article 3 du règlement n° 90-02 de la COB relatif à l'obligation d'information du public.

⁽²⁶⁾ Cf. Rapport annuel 1992 page 185

Le défendeur soutenait que le règlement 90-02, dans sa rédaction antérieure à 1992, applicable à l'espèce, ne permettait de sanctionner que la société émettrice de l'information inexacte, imprécise et trompeuse et qu'ainsi échappaient aux dispositions de ce texte des dirigeants de sociétés anonymes cotées.

Après avoir rappelé que l'article 4-1 de l'ordonnance autorise la COB à prendre des règlements concernant le fonctionnement des marchés placés sous son contrôle auxquels sont soumis les dirigeants des sociétés anonymes cotées, la Cour de cassation a précisé que les sanctions prises en vertu des articles 9-1 et 9-2 étaient applicables à des dernier, le terme "personne" visé par l'article 1 du règlement 90-02, dans sa rédaction de l'époque, désignant une "personne physique, une personne morale ou un dirigeant de celle-ci"

Elle a donc clairement distingué les règlements concernant le fonctionnement des marchés pour lesquels l'ordonnance ne limite par le cercle des personnes visées, des règlements prescrivant des règles de pratique professionnelle qui ont vocation à s'appliquer aux seules personnes visées par l'article 4-1 de l'ordonnance.

Depuis lors, le règlement 90-02 a été modifié. Applicable aux personnes physiques comme aux personnes morales, il vise nommément "les dirigeants de l'émetteur ou de la personne morale concernés".

C DECISION DE LA COUR DE CASSATION
DU 26 OCTOBRE 1995 DANS LE
DOSSIER PECHINEY -
TRIANGLE INDUSTRIES

Confirmant et précisant les solutions des juges du fond (TGI Paris 29 septembre 1993 - CA Paris 6 juillet 1994), l'arrêt du 26 octobre 1995 de la Cour de Cassation a précisé le champ d'application territorial du délit d'initié ainsi que les éléments constitutifs de cette infraction et du recel de délit d'initié.

a) En ce qui concerne le champ d'application territorial du délit d'initié

Rejetant le moyen tiré de l'incompétence territoriale des juridictions pénales françaises, la Cour de Cassation, confirmant la décision de la Cour d'Appel de Paris, a rappelé, tout d'abord, que "selon l'article 693 du code de procédure pénale, dont les dispositions, reprises dans l'article 113-2 alinéa 2 du code pénal, ne font aucune référence à la loi étrangère, il suffit, pour que l'infraction soit réputée commise sur le territoire de la République et soit punissable en vertu de la loi française, qu'un de ces faits constitutifs ait eu lieu sur ce territoire, même si les opérations ont été parachevées sur une place étrangère".

La Cour de Cassation a également contribué à définir la notion de marché. En l'espèce, le demandeur faisait valoir que le marché hors cote de New-York ne répondait pas à la définition du marché, tel que défini par la directive communautaire n° 89/592/CEE du 13 novembre 1989 relative aux opérations d'initiés. La Cour de Cassation, écartant le moyen, a énoncé que les dispositions de l'ordonnance du 28 septembre 1967, dans leur rédaction applicable aux faits de la cause, non contraires à la directive du 13 novembre 1989, "n'exigent pas que l'opération réalisée grâce aux informations privilégiées l'ait été sur le marché boursier français, ni qu'elle porte sur des titres cotés en France". Elle a précisé que le terme "marché" s'appliquait à "tout lieu où s'effectue le rapprochement d'une offre et d'une demande portant sur des valeurs mobilières".

b) En ce qui concerne les éléments constitutifs du délit

Les demandeurs au pourvoi soutenaient que la répression du recel de délit d'initié suppose que l'auteur de l'infraction principale (le délit d'initié) ait connu l'identité des tiers susceptibles de réaliser indirectement des opérations à l'aide des renseignements qu'il donnait.

Ecartant ce moyen, la Cour de Cassation a jugé que le "délit d'initié est caractérisé, à l'égard de toute personne qui, disposant, à l'occasion de l'exercice de sa profession ou de ses fonctions, d'informations privilégiées sur les perspectives d'évolution d'une valeur mobilière permet sciemment à des tiers de réaliser des opérations sur le marché avant que le public ait connaissance de ces informations, sans qu'il soit nécessaire qu'elle connaisse l'identité des opérateurs, ni les modalités des opérations réalisées".

S'agissant du recel de délit d'initié, la Cour a relevé "qu'il ne peut résulter de la simple détention d'informations privilégiées", et "qu'il est caractérisé à l'égard de celui qui, réalisant, en connaissance de cause, des opérations sur le marché avant que ces informations soient connues du public, bénéficie du produit du délit d'initié ainsi consommé".

Sur le plan procédural, la Cour de Cassation a considéré que, lorsque la Commission des opérations de bourse "transmet au procureur de la République, en vue de poursuites judiciaires du chef de délit d'initié, le dossier établi par ses services, les conclusions de son rapport constituent l'avis exigé par l'article 12-1" de l'ordonnance de 1967. L'avis n'est donc soumis à aucune forme particulière. En l'espèce, il avait été donné au travers des éléments qui figuraient dans le rapport de la Commission, ainsi que dans la lettre de son président relevant des faits susceptibles de caractériser le délit d'initié.

La gestion pour compte de tiers

La gestion collective a continué en 1995 à offrir aux Français un moyen privilégié de détention des valeurs mobilières : il y a plus de 7 millions de porteurs d'OPCVM, auxquels s'ajoutent des actionnaires ou détenteurs d'obligations qui confient la gestion de leurs portefeuilles à des sociétés spécialisées.

Avec près de 1.000 milliards d'actifs gérés au 31 décembre 1995, les sociétés de gestion de portefeuille s'affirment comme une catégorie d'acteurs en développement sur la place financière de Paris. Dans la perspective des évolutions législatives prochaines, les grands groupes multicapitaires, promoteurs et gestionnaires d'OPCVM ont filialisé leur activité de gestion pour compte de tiers. Ces sociétés, conformes par leur organisation aux exigences réglementaires et déontologiques, disposent d'ores et déjà de structures correspondant au futur statut généraliste de société de gestion de portefeuille prévu par les textes d'application de la Directive concernant les Services d'Investissement.

I - LES ENCOURS GERES PAR LES OPCVM

A LA BAISSÉ DES ENCOURS DES OPCVM

L'année 1995 a été marquée par la poursuite de la baisse des encours gérés. Ainsi, au 31 décembre 1995, il existait 1081 SICAV et 3816 FCP pour des encours respectifs de 1.602 milliards de francs et 950,8 milliards de francs, soit un total de 2.552,8 milliards de francs, en baisse de 4,63 % par rapport à la fin 1994.

Cette baisse est imputable aux SICAV, dont l'encours global se contracte de 9,35 % alors que celui des FCP progresse de 4,53 %.

La diminution des encours a atteint principalement les OPCVM "monétaire franc" et "obligations et autres titres de créances français" avec respectivement une baisse de 7,55 % et 6,17 %. Elle pourrait s'expliquer par la baisse des taux d'intérêt et par les nouvelles dispositions fiscales applicables à partir du 1er janvier 1996, excluant les revenus d'obligations et les gains nets de cession d'OPCVM monétaires ou obligataires de capitalisation de l'abattement sur les revenus de capitaux mobiliers et réduisant les seuils d'imposition des plus values sur cession de valeurs mobilières.

B L'ESSOR DES PRODUITS GARANTIS

Le développement significatif de ces produits depuis 1992 et leur particularisme ont conduit à créer dans la nouvelle classification la catégorie "OPCVM garantis ou assortis d'une protection" qui a contribué à donner à ces produits une place significative dans la gamme des OPCVM et en a fait une spécificité de la gestion collective française.

Au 31 décembre 1995, on dénombrait 347 OPCVM garantis (7 SICAV et 340 FCP) représentant 86,5 milliards de francs soit près de 3,5 % de l'encours global des OPCVM. Au sein de cette catégorie, 31 sont des OPCVM non offerts au public et 108 sont éligibles au PEA.

Ainsi, l'année 1995 a été caractérisée par une progression de l'encours de 73 à 86,5 milliards de francs soit 18 %.

S'agissant de la typologie de ces produits, deux systèmes de garantie ont été mis en place : la garantie directe aux souscripteurs et la garantie à l'OPCVM ⁽²⁷⁾. Selon le système adopté, les liens juridiques entre les parties présentes sont de natures différentes et les montages financiers présentent des spécificités. Le choix du système est laissé à l'entière appréciation des promoteurs, le régime fiscal applicable étant identique pour les souscripteurs.

Dans la période récente, les innovations dans les montages proposés, la mise en oeuvre des mécanismes de garantie à l'échéance, le renouvellement ou la transformation de certaines garanties, et aussi la création de FCPE garantis dans le cadre des opérations de privatisation ont soulevé diverses questions qui ont conduit à constituer un groupe de travail entre la COB et les professionnels. Une réflexion visant à préciser les modalités d'application de la garantie aux OPCVM généraux et aux FCPE est ainsi menée.

⁽²⁷⁾ Cf. *Bulletin Mensuel de la Commission*.

II - LES SOCIÉTÉS DE GESTION POUR COMPTE DE TIERS

A LA SGP, UN STATUT DE PLUS EN PLUS UTILISÉ SUR LA PLACE

Comme les années précédentes, les sociétés de gestion de portefeuille ont continué d'évoluer de manière favorable. Les résultats globaux de l'exploitation, compte tenu d'une conjoncture difficile, ne sont certes pas aussi positifs en 1994 qu'en 1993, mais d'une manière générale les sociétés de gestion de portefeuille ont bien résisté à la baisse du marché ⁽²⁸⁾. Dans ce contexte la Commission des opérations de bourse par ses diligences a principalement oeuvré dans le sens d'un renforcement des standards de cette profession, dont la structure devrait servir de base à la future société de gestion d'actifs.

1 - IDENTITÉ DES ACTEURS

La grande stabilité numérique ⁽²⁹⁾ des sociétés de gestion de portefeuille ne doit pas masquer le renouvellement profond dont elles ont été l'objet depuis cinq ans. Parmi les 235 sociétés agréées sur cette période, 68 ont cessé leur activité, soit près de 30 %. Or, les nouvelles venues dans cette profession s'avèrent être des entités de mieux en mieux structurées et de plus en plus souvent adossées à des grands groupes financiers. En 1993, 22 % des agréments délivrés l'étaient à des sociétés adossées, 45 % en 1994 et plus de 53 % en 1995.

Ainsi, l'intérêt des grands groupes pour ce type de structure s'accroît et il est confirmé par l'évolution du montant des actifs gérés.

2 - LES ACTIFS GÉRÉS

En 1994, les actifs gérés ont continué de progresser de manière significative, passant de 638 milliards de francs à près de 775 milliards de francs ⁽³⁰⁾. Compte tenu de l'agrément de filiales de grands groupes intervenu en 1995, ce montant devait approcher fin 1995 des 1.000 milliards de francs.

⁽²⁸⁾ Seuls les chiffres de 1994 étant disponibles, l'analyse de l'activité des sociétés de gestion de portefeuille se fondera sur les données de cet exercice.

	1991	1992	1993	1994	1995
Nombre de SGP	166	171	170	166	167

⁽³⁰⁾ Si l'on tient compte de la filiale de la Caisse des Dépôts et Consignations, CDC GESTION (485 MdsF en 1994 et 401 MdsF en 1993).

Cet accroissement tient en grande partie au très fort développement de la gestion déléguée d'OPCVM ⁽³¹⁾, lui-même induit par l'arrivée dans cette population de filiales de plus en plus nombreuses de grands groupes financiers. On constate ainsi une très nette tendance des gestions collectives, grandes ou moyennes, indépendantes ou affiliées, à effectuer la gestion financière dans une société de gestion de portefeuille qui par ailleurs assure la gestion directe de portefeuilles.

La très forte concentration des actifs gérés constatée en 1993 s'est accrue en 1994 : les dix établissements les plus importants gèrent 717 milliards de francs, soit plus de 90 % des actifs. Parmi ces dix sociétés, trois sont indépendantes. Et parmi les 27 gérant plus d'un milliard de francs, treize sont indépendantes.

Il convient enfin de souligner le nombre important de sociétés gérant des montants inférieurs à 100 millions de francs (38 %) et à 50 millions de francs (18,5 % du total).

3 - LA SITUATION GÉNÉRALE DE L'EXPLOITATION EN 1994

Les éléments relatifs à cette situation nous renseignent d'une part sur la nature de l'activité et la composition du chiffre d'affaires, d'autre part sur la rentabilité du secteur.

a) Nature de l'activité et composition du chiffre d'affaires ⁽³²⁾

L'activité principale de gestion de portefeuille, très largement dominante en 1993, a encore progressé en 1994 et représente près de 88 % du chiffre d'affaires total. Cette évolution s'explique largement par la présence croissante de grands établissements adossés ayant peu ou pas d'activités accessoires.

Toutefois, une très grande partie du chiffre d'affaires de 5 % des sociétés est encore constituée de produits issus d'activités accessoires : conseil patrimonial, transmission d'ordres ... Cela pose un problème au regard de leur agrément en tant que sociétés de gestion de portefeuille. Un suivi individualisé est assuré à cet égard par la Commission.

S'agissant des composantes du chiffre d'affaires, les produits liés à la gestion d'OPCVM accroissent encore leur part (37 % du chiffre d'affaires global), cela en liaison directe avec la très forte progression de la gestion déléguée d'OPCVM constatée en 1994. Les commissions de gestion directe progressent légèrement (23,8 %). Quant aux rétrocessions de courtage, leur part dans le chiffre d'affaires global reste stable (18,3 %).

b) La rentabilité du secteur

En 1994, la croissance des produits d'exploitation s'est ralentie : de 40 % environ chaque année, elle est tombée à 9,8 % en 1994.

Du fait de la contraction des marges, les ratios globaux de profitabilité et de rentabilité financières à périmètre constant perdent respectivement 0,3 et 0,5 point, contrairement à l'année précédente. Et le nombre de sociétés déficitaires a augmenté et passe de 19 à 30.

⁽³¹⁾ La gestion déléguée d'OPCVM totale passe en 1994 de 177,4 MdsF à 235,3 MdsF.

⁽³²⁾ Ces chiffres n'intègrent pas de CDC GESTION.

Cette évolution a toutefois des conséquences limitées puisque le nombre de sociétés ne respectant pas les ratios réglementaires des fonds propres est quasiment le même qu'en 1993 (8 contre 7). Ces sociétés ont toutes été amenées à se mettre en conformité avec la réglementation. De manière générale, les sociétés de gestion de portefeuille ont bien résisté à une situation difficile et ainsi fait preuve d'une maturité certaine et de capacité d'adaptation.

Plus préoccupante est la situation des sociétés dont les actifs gérés sont les plus faibles : 80 % des sociétés déficitaires se situent dans le segment d'actifs gérés inférieurs à 150 millions de francs.

B L'ORGANISATION ACTUELLE DE LA GESTION EN MATIERE D'OPCVM PREPARE LA GESTION MODERNE POUR COMPTE DE TIERS

1 - VERS LE RENFORCEMENT DE L'INDÉPENDANCE DES SOCIÉTÉS DE GESTION POUR COMPTE DE TIERS

Avant la mise en oeuvre de la Directive concernant les "Services d'Investissement", la Commission a souhaité dresser un bilan de l'organisation de la gestion pour compte de tiers au sein des principaux établissements multicapitaires de la place. La gestion pour compte de tiers constitue en effet l'un des secteurs qui évoluera sensiblement en 1996 du fait de l'entrée en vigueur de cette directive. Cette enquête venait ainsi compléter les informations déjà abondantes obtenues dans le cadre des quelques cent trente visites effectuées auprès des organismes gestionnaires et dépositaires, depuis trois ans.

Cette étude révèle que le processus de réorganisation des activités de gestion au sein de ces établissements a aujourd'hui largement abouti.

La gestion par délégation de produits collectifs par des établissements sans statut a disparu ; la séparation organique et fonctionnelle des activités de gestion pour compte de tiers d'avec celles pour compte propre de l'établissement promoteur a été mise en place dans tous les grands groupes ; enfin, certains des groupes les plus importants en matière de gestion collective présentent aujourd'hui une structure complètement filialisée, souvent sous la forme d'une société de gestion de portefeuille gérant différents types d'actifs pour compte de tiers (actifs d'OPCVM par délégation, portefeuilles privés sous mandat, actifs de compagnies d'assurance ...).

L'étude a analysé les relations entre l'activité de gestion et celle de distribution, selon trois critères : le regroupement ou l'éclatement de la gestion en fonction du type de clientèle, le degré d'intégration de la fonction commerciale au sein de la société de gestion et enfin l'existence d'une fonction de conseil patrimonial intégrée ou non à la fonction commerciale.

Au regard de ces critères, on peut dégager deux archétypes :

- ▲ une forte intégration de la gestion et de la commercialisation de produits pour compte de tiers au sein de la structure de gestion, intégration guidée par une approche patrimoniale, quel que soit le type d'investisseurs, et que la gestion s'effectue par le biais d'OPCVM ou de mandats de gestion.
- ▲ à l'opposé, celui de certains établissements, qui maintiennent une activité de commercialisation et de conseil décentralisée au sein du réseau ;

Entre les deux demeurent un certain nombre de situations intermédiaires.

Deux tendances lourdes apparaissent clairement, celle du regroupement de l'ensemble des gestions en un pôle unique, et celle d'une intégration des activités de gestion et de commercialisation des produits.

Cette étude révèle ainsi que la plupart des établissements multicapitaires promoteurs d'OPCVM et gestionnaires pour compte de tiers ont d'ores et déjà mis en place des structures leur permettant de s'adapter à l'émergence du statut de société de gestion d'actifs pour compte de tiers.

Le cas des gestions effectuées au sein des groupes d'assurance doit néanmoins être traité à part, car il présente des problèmes spécifiques notamment la coexistence dans un patrimoine unique d'actifs stratégiques et d'actifs de placement.

2 - LA MISE EN PLACE DE PÔLES DE GESTION POUR COMPTE DE TIERS DANS LES COMPAGNIES D'ASSURANCES

Au regard de l'encours des OPCVM qui se contracte depuis le 2ème semestre 1994, les contrats d'assurance-vie libellés en unités de compte, adossés à des OPCVM, connaissent un certain dynamisme.

Activité apparue plus tardivement au sein des compagnies d'assurance que dans le secteur bancaire, la gestion pour compte de tiers s'est greffée sur l'activité de gestion des capitaux propres ; elle est souvent effectuée au sein d'une même structure, quelle que soit la nature ou la destination des actifs, ce qui pose des problèmes déontologiques et organisationnels.

Aussi un mouvement en faveur d'une meilleure séparation des activités de gestion des actifs stratégiques a-t-il été amorcé récemment sous l'impulsion de la COB. Deux schémas organisationnels se sont imposés au cours de l'année 1995 :

- ▲ soit une séparation fonctionnelle et hiérarchique des équipes gérant des actifs pour compte de tiers (OPCVM et mandats) de celles gérant les actifs de la compagnie (stratégiques, généraux et cantonnés) ;

Cette solution est peu envisageable dans le cas où la compagnie gère ses actifs propres en utilisant le support OPCVM.

▲ soit le regroupement de l'ensemble des gestions pour compte de tiers largement entendus (actifs cantonnés et actifs non stratégiques gérés par mandat ou sous forme d'OPCVM) au sein d'une même structure, les actifs stratégiques restant gérés au sein de la compagnie. La société de gestion d'actifs pour compte de tiers est dans ce cas prestataire de services pour la compagnie au même titre que pour d'autres clients ; la structure la mieux adaptée est alors la société de gestion de portefeuille.

Cette dernière organisation nécessite l'établissement d'un mandat de gestion entre la compagnie d'assurance et le gestionnaire précisant les orientations données à la gestion des actifs généraux (en terme de durée, de rentabilité, de fiscalité, etc...) et la mise en place d'un compte-rendu régulier. En revanche la gestion est exercée de façon indépendante.

Un mouvement vers la création de véritables pôles de gestion d'actifs pour compte de tiers dotés de moyens propres et indépendants, est engagé. Ces pôles exercent de façon satisfaisante, au regard de la déontologie, l'ensemble des activités de gestion.

C LES DILIGENCES DE LA COMMISSION A L'EGARD DES SOCIÉTÉS DE GESTION DE PORTEFEUILLE

Dans la perspective d'un renforcement des standards de la profession, la Commission s'est attachée à contrôler l'information issue des sociétés de gestion, à faire respecter la réglementation et à mener des réflexions sur des points fondamentaux.

1 - L'INFORMATION

Pour les comptes 1994, le principe de la réduction du délai de transmission de la fiche de renseignements annuels, ramené du 30 juin au 31 mars, a été respecté de manière variable.

L'instauration de ce délai plus court a notamment permis d'identifier plus tôt les sociétés en situation d'infraction au regard des règles de fonds propres minimum et d'intervenir plus rapidement.

Par ailleurs, les sociétés de gestion de portefeuille, outre leur obligation de transmission à la Commission de leurs comptes sociaux dans les six mois de la clôture de l'exercice, sont tenues de porter à la connaissance de la Commission les modifications importantes les concernant.

Enfin, la pratique des visites d'information, déjà en cours depuis plusieurs années pour les OPCVM et leurs acteurs, a été étendue aux sociétés de gestion de portefeuille en février 1995. Depuis le mois de février 1995, les visites ont permis de résoudre des problèmes d'ordre déontologique, d'organisation et d'affectation de moyens.

2 - LE RESPECT DE LA RÉGLEMENTATION

En dépit d'une conjoncture difficile, seules huit sociétés de gestion de portefeuille en 1994 ne respectaient pas les normes de fonds propres. Depuis les situations ont toutes été régularisées à la suite de l'intervention de la Commission.

S'agissant du capital de ces sociétés, La Commission a été conduite à demander à plusieurs reprises des clarifications des comptes et des reconstitutions de fonds propres.

En 1994, les enquêtes effectuées ont conduit à un retrait d'agrément et à deux interdictions d'intervention sur les marchés dérivés.

3 - LES RÉFLEXIONS MENÉES

■ *La comptabilité des sociétés de gestion de portefeuille*

Dans un souci de fiabilité, d'homogénéité et de comparabilité, il est apparu nécessaire d'adapter la présentation comptable des sociétés de gestion de portefeuille, compte tenu de la spécificité de leur activité (voir Chapitre II p.118).

■ *Les rétrocessions de courtage*

Les courtages sont des commissions facturées au client par l'intermédiaire financier en rémunération de son activité de négociation sur le marché. Une partie variable de ces courtages peut être reversée à la société de gestion selon une convention entre elle et l'intermédiaire ; ceci constitue en l'espèce une rémunération assise sur le volume des ordres transmis, avec les risques déontologiques susceptibles d'en résulter.

Les rapports d'activité successifs sur les sociétés de gestion de portefeuille ont mis en évidence la part non négligeable de ce type de rémunération dans l'équilibre d'exploitation des sociétés.

La pratique des rétrocessions dépasse largement le cadre des sociétés de gestion de portefeuille et concerne, dans des formes ou appellations différentes, l'ensemble des intervenants dans l'activité de gestion pour compte de tiers. Aussi, à l'initiative de la Commission des opérations de bourse un groupe de travail réunissant les représentants des organisations professionnelles concernées a-t-il été constitué. Les propositions de ce groupe de travail sont attendues dans le courant 1996.

III - LES OPCVM A VOCATION GENERALE

A UN ENVIRONNEMENT REGLEMENTAIRE STABLE MAIS DES PRECISIONS D'APPLICATION ET DES PROPOSITIONS DE REFORME

1 - DES PRECISIONS D'APPLICATION DES TEXTES

a) Le renforcement de la déontologie

L'Association Française des Fonds et Sociétés d'Investissement et de Gestion d'Actifs Financiers (ASFFI) a entrepris une refonte de son code de déontologie adopté en 1991. Cette démarche, menée en liaison avec la Commission, permet de réouvrir la réflexion déontologique sur la gestion collective.

Il s'agit principalement de prendre en considération l'exercice des droits des OPCVM en qualité d'actionnaires. En effet, les OPCVM français sont encore peu actifs dans la vie des sociétés détenues en portefeuille et utilisent rarement leurs prérogatives d'actionnaires. La nouvelle rédaction du code de déontologie incite les OPCVM à exercer pleinement leurs droits et pouvoirs d'actionnaires : droit de participer aux assemblées, droit d'information, droit de vote, droit d'agir en justice ou au travers d'actions collectives, droit de participer librement à des offres publiques d'achat ou d'échange ou faculté de défendre les intérêts des minoritaires.

La Commission a demandé que le Code de déontologie intègre explicitement une recommandation d'utilisation des droits de vote par les gestionnaires ; elle a également demandé que les gestionnaires ne faisant pas usage systématique des droits de vote soient tenus de l'indiquer dans le rapport annuel de l'OPCVM.

Des développements ont été apportés concernant les opérations personnelles des gestionnaires et les modalités de leur contrôle. Les grands principes de déontologie financière ont été renforcés, notamment en matière d'obligation de moyens, de devoir d'information des clients, de prévention des conflits d'intérêts. Le champ d'application du code a été généralisé à l'ensemble des gestions collectives, quels que soient leur taille et leur domaine d'activité.

Le nouveau code de déontologie, approuvé par le conseil d'administration de l'ASFFI, devra être adopté par une assemblée générale. Sur cette base, la conformité de l'organisation et du fonctionnement des OPCVM à ces nouvelles dispositions pourrait être reconnue par la Commission comme l'une des conditions de l'octroi de son agrément, la violation de ces règles étant susceptibles également de motiver la saisine du Conseil de discipline des OPCVM.

b) Introduction du concept de sensibilité pour les OPCVM monétaires

La nouvelle classification des OPCVM, entrée en vigueur au 1er janvier 1994, a introduit pour les OPCVM "monétaires" le critère d'affichage d'un objectif de gestion faisant référence à un ou plusieurs indicateurs d'un marché monétaire (marché monétaire français pour les "monétaires franc", marchés étrangers pour les "monétaires à vocation internationale").

La valeur liquidative de certains OPCVM "monétaires" ayant en 1994 sensiblement baissé alors même que leur orientation monétaire aurait du, en principe, les mettre à l'abri des fluctuations des taux longs, la Commission, après concertation avec la profession, a défini avec plus de rigueur les règles de gestion applicables aux instruments "monétaires".

Afin de préciser les écarts acceptables entre l'évolution de la valeur liquidative d'un OPCVM monétaire et celle de son indicateur de référence, le concept de sensibilité, déjà utilisé pour les OPCVM "obligations et autres titres de créance", a été introduit dans la définition de la catégorie "monétaire".

Cependant, contrairement aux produits obligataires pour lesquels aucune limite à l'ouverture de la fourchette n'a été imposée, s'agissant des "monétaires", l'amplitude de la sensibilité a été fixée dans la fourchette relativement étroite de 0/0,5 afin d'inviter les gestionnaires se positionnant sur des titres longs à couvrir leur risque de taux ou à n'utiliser des produits dérivés qu'en couverture de leurs portefeuilles d'actifs.

Les OPCVM "monétaires" doivent donc désormais être gérés à l'intérieur de la fourchette de sensibilité 0/0,5 voire d'une fourchette plus étroite encore.

c) - Précisions relatives à l'Instruction relative aux missions et moyens du dépositaire d'OPCVM

L'année 1995 a vu l'entrée en vigueur de l'Instruction du 9 novembre 1993 précisant les tâches et responsabilités des établissements dépositaires d'OPCVM.

Conformément au nouveau dispositif, tout établissement souhaitant exercer à partir du 1er janvier 1995 les fonctions de dépositaire doit remplir la double obligation suivante :

- ▲ *communiquer à la Commission le curriculum vitae du responsable chargé de coordonner l'ensemble des différentes missions dévolues au dépositaire d'OPCVM ainsi qu'un organigramme permettant de le situer au sein de l'établissement ;*
- ▲ *tenir en permanence à disposition de la Commission un cahier des charges détaillé précisant les moyens, procédures et principes d'organisation des fonctions de dépositaire d'OPCVM.*

L'examen des schémas d'organisation proposés a conduit la Commission à rappeler à plusieurs établissements les conditions d'exercice de leurs missions tant réglementaires que conventionnelles.

- ▲ S'agissant de la désignation des responsables dépositaires, il a été constaté l'existence de situations de conflits d'intérêts potentiels du fait notamment :
- ▲ de rattachements hiérarchiques incompatibles avec une véritable indépendance desdits responsables vis à vis de la gestion,

▲ d'attributions habituelles incompatibles avec l'exercice de leur nouvelle fonction de responsable dépositaire,

▲ d'un degré de responsabilité dans l'établissement dépositaire insuffisant au regard de celui d'un président de société de gestion.

La Commission a donc demandé aux établissements concernés de modifier leur organisation en désignant un responsable dépositaire capable d'exercer en toute indépendance un contrôle externe effectif.

▲ S'agissant de la délégation des tâches afférentes à la fonction de dépositaire, certains établissements prévoyaient la délégation de l'ensemble de leurs missions légales à savoir la conservation des actifs et le contrôle de la régularité des décisions des OPCVM. *La Commission a été amenée à préciser que la mission fondamentale de contrôle ne pouvait être déléguée, une telle situation étant contraire au principe de transparence vis à vis des porteurs et ne permettant pas d'identifier les responsabilités.*

d) Le cadre juridique des délégations de gestion à l'étranger

Le développement du recours à des délégations de gestion d'OPCVM à l'étranger a conduit à préciser les modalités d'agrément des délégations.

Cinq principes ont été retenus dans un souci de protection des souscripteurs et transparence, étant entendu que la responsabilité du délégant demeure entière :

▲ *les délégations ne peuvent porter sur la totalité des missions d'une société de gestion ou d'une SICAV à savoir la gestion administrative, comptable et financière ;*

▲ *les sous-délégations, se traduisant par une absence de transparence des conditions de gestion, sont prohibées ;*

▲ *les délégations doivent faire l'objet d'une convention écrite relevant du droit français. Elles doivent préciser la durée , le champ d'application de la délégation, identifier les moyens qualitatifs et quantitatifs des délégataires, les conditions de révocabilité, la rémunération octroyée, les contrôles mis en place par le délégant, la nature des responsabilités réciproques ;*

▲ *les délégations ne peuvent se faire qu'au profit de personnes morales. S'agissant de la gestion financière, seuls sont retenus les établissements habilités à faire de la gestion pour compte de tiers, et soumis au contrôle d'une autorité de tutelle.*

Si le gestionnaire financier par délégation est situé hors de l'Espace Economique Européen et dans un pays dont l'autorité de tutelle n'a pas conclu d'accord de coopération avec la Commission, la convention doit contenir une clause "d'acceptation d'audits" relative aux moyens et procédures mis en oeuvre par le délégataire et précisant que le choix de l'auditeur et la définition des diligences sont soumis à l'approbation de la Commission.

Si la tenue des comptes est effectuée à l'étranger, la Commission s'assure que les normes comptables françaises sont appliquées et que le délégant français effectue un contrôle efficace des services délégués.

▲ *les délégations doivent être portées à la connaissance des souscripteurs par le biais de la notice d'information des OPCVM.*

2 - DES PROPOSITIONS D'ADAPTATION DES OPCVM AUX CONDITIONS DE MARCHÉ

a) L'encadrement des opérations à terme réalisées par les OPCVM à vocation générale

Le développement des opérations à terme effectuées par les OPCVM a soulevé des problèmes d'information comptable et financière qui ont été traités par le nouveau plan comptable des OPCVM et la nouvelle grille de classification applicables à compter du 1er janvier 1994. Il restait à préciser le niveau de risque sur les marchés dérivés acceptable pour des instruments de placement offerts à un large public, en liaison notamment avec les travaux menés à Bruxelles en vue de la refonte de la directive de 1985 sur les OPCVM.

Un groupe de travail réunissant des représentants des professionnels (ASFFI, AFB) et des entreprises de marché (MATIF SA et SCMC/SBF) a fonctionné sous l'égide de la COB de mars 1994 à avril 1995 afin de proposer un nouveau cadre réglementaire pour les opérations à terme réalisées par les OPCVM à vocation générale. Les différents participants se sont mis d'accord sur un nouveau dispositif qui a aussi été approuvé par la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes et le Secrétariat Général de la Commission Bancaire, certains ayant exprimé le souhait que soient évités dans sa mise en oeuvre des effets restrictifs sur l'activité.

L'objectif a été de remédier à des différences de traitement entre des opérations ayant les mêmes effets économiques, en raison d'une approche purement juridique des produits dérivés utilisés par les OPCVM. En outre, il s'agit de combler un certain nombre de lacunes parmi lesquelles l'absence de traitement du risque de contrepartie lié aux opérations de gré à gré autorisées.

Le dispositif proposé consiste, d'une part, à encadrer l'ensemble des opérations à terme ouvertes aux OPCVM, qu'elles soient effectuées sur un marché réglementé ou réalisées de gré à gré, et à mieux appréhender l'effet financier des opérations dérivées. A cette fin, la notion actuelle d'engagement qui mesure, à un instant donné, les sommes ou la contre-valeur des titres qu'un OPCVM pourrait être amené à verser si toutes ses positions à terme étaient dénouées, serait remplacée par le concept de "position à terme". Celui-ci mesure la part de l'actif net exposé aux risques de perte liés à des opérations à terme en cas d'évolution défavorable du marché.

D'autre part, le dispositif prend en compte le risque de contrepartie sur les opérations de gré à gré. Concernant ces opérations, le groupe de travail s'est mis d'accord pour que le risque de contrepartie soit mesuré par la valeur comptable de ces instruments à l'actif des OPCVM.

b) Le projet de statut des fonds communs non offerts au public

Les OPCVM non offerts au public ont été créés à la demande de la profession sur une base contractuelle, au profit d'un nombre limité d'investisseurs "professionnels" dont l'identité est obligatoirement portée à la connaissance de la Commission.

Ces instruments sont soumis aux mêmes règles législatives et réglementaires que les OPCVM généraux mais bénéficient d'une procédure d'agrément accélérée (8 jours) en contrepartie du triple engagement de limiter à 20 le nombre maximum de souscripteurs, de fixer le montant minimum de souscription initiale à 1 million de francs et d'interdire le démarchage, la publicité ou toute autre forme de sollicitation du public.

La réflexion menée en 1995 par la Commission sur la notion "d'investisseur averti" a conduit à approfondir, en concertation avec l'ASFFI, la discussion entamée en 1991 sur la distinction entre OPCVM "offerts au public" et "OPCVM non offerts au public" afin d'aligner la pratique française sur celle des autres pays et prendre en compte le besoin de souplesse exprimé par les professionnels.

Le projet de modification de la loi de 1988 prévoit que seuls les fonds communs de placement, à l'exclusion des SICAV, pourront être qualifiés de "non offerts" sous trois conditions non encore définitivement arrêtées :

- ▲ détention des parts réservées à certaines personnes "morales",
- ▲ absence de publicité ou de démarchage,
- ▲ conditions de souscriptions spécifiques.

En contrepartie, ces instruments bénéficieraient d'allègements en matière d'agrément, d'établissement de leur valeur liquidative, d'informations périodiques et surtout de règles de gestion. Celles-ci pourraient être assouplies, notamment par l'ouverture à de nouveaux instruments d'investissement, l'aménagement de certains ratios prudentiels et la possibilité d'intervenir sur les marchés de gré à gré.

3 - DES PROPOSITIONS VISANT À AMÉLIORER LA SÉCURITÉ DES AVOIRS ET DES OPÉRATIONS

La place financière a connu récemment deux défaillances bancaires, celle de la Banque Commerciale Privée (BCP) en novembre 1994 et celle de la Banque Pallas Stern en juin 1995. Dans les deux cas, ces défaillances ont affecté substantiellement le patrimoine des OPCVM et des SCPI dont ces banques étaient le promoteur et le dépositaire.

A la suite de ces sinistres, il est apparu indispensable à la Commission de réduire l'exposition des organismes collectifs aux risques de défaillance du groupe promoteur et dépositaire. A cette fin, un certain nombre de propositions ont été formulées et portées à la connaissance du Ministre de l'Economie et des Finances qui a annoncé son intention de les prendre en compte et de mener sur ce point une concertation spécifique avec les professionnels concernés.

a) L'aménagement des règles prudentielles

Les règles actuelles de dispersion des actifs établissent un rapport maximal entre la fraction du portefeuille investie en titres d'un même émetteur et l'actif net. Si la limite des 10 % est respectée pour le seul portefeuille de valeurs mobilières, cette limite peut être dépassée si l'on tient compte des autres créances que peut détenir l'OPCVM sur une même contrepartie, à savoir les dépôts à vue et à terme, les dépôts, ainsi que les créances ou dettes diverses résultant des opérations à terme. La prise en compte de l'ensemble des engagements des OPCVM sur une même contrepartie aurait pour effet de limiter effectivement à 10 % le risque maximal des OPCVM en cas de défaillance de l'émetteur.

La réglementation actuelle ne prend pas en compte l'appartenance de plusieurs émetteurs à un même groupe. Pourtant, l'exemple de la défaillance de la Banque Pallas Stern a montré que les difficultés d'une des sociétés du groupe pouvaient mettre en péril la situation financière de plusieurs autres entités. Une réforme de la réglementation en vigueur pourrait prendre en compte la notion de groupe.

Enfin, l'article 13-1 du décret 91-605 du 27 juin 1991 permet à un OPCVM monétaire franc d'employer en titres d'un même émetteur jusqu'à 25 % de son actif, au lieu de 10 %, à condition que ces titres soient notés et qu'ils confèrent exclusivement un droit de créance émis par des établissements de crédit. Le réaménagement de cette disposition pourrait permettre de réduire la dépendance des OPCVM soumis à ce régime, notamment vis à vis de la banque dépositaire.

b) La sécurité des opérations de pension

Les événements ont montré que les opérations de pension livrée conclues entre les OPCVM et leur dépositaire soulèvent d'importantes difficultés en cas de défaillance de la contrepartie. L'intérêt des OPCVM à adhérer à la convention-cadre relative aux opérations de pension, approuvée par le gouverneur de la Banque de France le 15 décembre 1994, doit être souligné. Cette convention offre à ses signataires une protection efficace en cas de défaillance ou de redressement judiciaire de l'une des parties, notamment par la résiliation de plein droit des opérations de pension et la possibilité de compenser sommes dues et sommes à recevoir. Il serait donc souhaitable que les OPCVM signent la convention-cadre de 1994 relative aux opérations de pension.

Deux conditions sont nécessaires pour bénéficier de la garantie de compensation : l'opération de pension doit être conclue dans les termes fixés par la convention-cadre de 1994 et les titres doivent être effectivement livrés. A cet égard, les OPCVM doivent respecter strictement les dispositions du décret 94-350 du 2 mai 1994 prévoyant que la livraison des titres dématérialisés s'effectue par inscription en compte chez un intermédiaire habilité, un dépositaire central ou chez l'émetteur.

c) La représentation des épargnants au sein des instances de décision

Les épargnants devraient être normalement mieux représentés dans les organes de direction des OPCVM dont la fonction consiste à définir la politique d'investissement puis à surveiller les choix effectués par les gestionnaires. Le renforcement de la représentation des porteurs dans les organes de direction des OPCVM, paraît de nature à limiter l'exposition des OPCVM vis à vis du groupe dépositaire.

Concernant les protections des dépôts des OPCVM sur les livres du dépositaire, la Directive Européenne relative aux systèmes de garantie des dépôts n'a pas imposé aux Etats membres la constitution d'un système de garantie au bénéfice des organismes collectifs. Le règlement n° 95-01 du Comité de la Réglementation Bancaire l'exclut expressément.

B LES DILIGENCES EFFECTUEES EN 1995 QUANT A L'ORGANISATION DE LA GESTION ET DE LA COMMERCIALISATION DES OPCVM

1 - LES PRINCIPALES REMARQUES FORMULÉES APRÈS LES VISITES DANS LES ÉTABLISSEMENTS GESTIONNAIRES ET DÉPOSITAIRES

Au cours de l'année 1995, 30 visites sur place ont été menées dans les gestions collectives. La mise en oeuvre au 1er janvier 1994 de l'instruction relative aux missions et moyens du dépositaire d'OPCVM a conduit à effectuer des visites approfondies d'établissements dépositaires d'OPCVM en vue de vérifier l'application du cahier des charges et des conditions de mise en oeuvre.

A l'occasion de ces visites, divers manquements ont été mis en évidence.

S'agissant de l'organisation des sociétés de gestion d'OPCVM, il a été relevé en premier lieu **une absence de séparation des activités de la société de gestion de celles du dépositaire**, situation porteuse de conflits d'intérêts.

Ce schéma d'organisation contraire au principe légal d'indépendance entre les fonctions de gestionnaire et de dépositaire se traduit dans de nombreux cas par :

- ▲ un cumul de fonctions, le président de la société de gestion exerçant également la fonction de président au sein de l'établissement dépositaire. Cette situation est encore présente dans de petits établissements ;
- ▲ un exercice conjoint de la gestion pour compte de tiers et pour compte propre, particulièrement en ce qui concerne les compagnies d'assurance ;
- ▲ une intégration de la cellule de comptabilité OPCVM dans le département traitant les opérations post-marché chez le dépositaire.

Il a été demandé aux établissements concernés de modifier, en tant que de besoin, leur organisation.

En second lieu, l'information délivrée au souscripteur est souvent insuffisante voire dans certains cas inexistante : en effet, il est apparu que certains établissements ne rédigeaient, ni ne diffusaient, les documents périodiques à l'usage du public, contrairement aux dispositions légales et réglementaires, (article 29 de la loi du 23 décembre 1988, et article 36 du règlement 89-02 de la COB).

L'insuffisance de l'information délivrée au porteur est caractérisée par :

- ▲ une présentation de la politique d'investissement trop succincte, les gestionnaires se contentant très souvent de présenter l'environnement économique sans aucun élément d'information relatif à la gestion de l'OPCVM concerné ;
- ▲ des tableaux d'exposition aux risques souvent incomplets, voire inexistants. A l'occasion des visites effectuées chez les établissements dépositaires, plusieurs irrégularités au regard de l'instruction de la Commission de novembre 1983 ont été relevées :

- ▲ un cahier des charges souvent incomplet ; dans certains établissements, il est inexistant ;
- ▲ une absence de formalisation des délégations de conservation. Toute délégation de conservation doit être matérialisée par des conventions permettant d'identifier d'une part, les moyens affectés par les délégataires et d'autre part, les contrôles exercés par le délégant ;
- ▲ une non conformité de la gestion à la classification affichée tant au niveau des indicateurs de risques (sensibilité, degré d'exposition au risque action) que des règles d'investissement mentionnées dans la notice d'information ;
- ▲ une absence de procédures de contrôle sur ces points.

A cet égard, il est rappelé aux établissements dépositaires que les vérifications de respect de la classification font partie intégrante des contrôles de régularité des règles d'investissement et qu'ils doivent se doter de système informatique efficient afin de contrôler les indicateurs de risques, notamment la sensibilité.

Il a été constaté, lors d'une visite, qu'un établissement étranger agréé en tant que succursale par le comité des établissements de crédit exerçait les responsabilités de dépositaire d'OPCVM, contrairement aux dispositions des articles 3 et 13 de la loi du 23 décembre 1988 selon lesquelles l'établissement dépositaire doit avoir son siège social en France.

La Commission a demandé à cet établissement de cesser toute activité de dépositaire à l'exception de la mission de conservation des actifs d'OPCVM, qui peut être exercée par une entité relevant du droit d'un autre pays de l'Union Européenne.

2 - LA COMMERCIALISATION DES OPCVM

En 1995, la Commission a effectué des contrôles de commercialisation et d'information auprès de trois réseaux distributeurs.

Ces contrôles ont permis de constater que certains établissements commercialisaient des OPCVM par minitel ou par téléphone sans envoi préalable de la notice d'information contrairement aux dispositions du règlement 89-02, et sans avoir obtenu de la part de la Commission son appréciation sur de telles modalités de souscription.

Une étude a été engagée sur l'utilisation de ces nouveaux supports de commercialisation.

IV - L'ÉPARGNE SALARIALE

1 - L'ÉVOLUTION DU SECTEUR

Les encours gérés en fonds communs de placement d'entreprise ont atteint au 31 décembre 1995 un montant de 125 milliards de francs, en augmentation de plus de 11 % par rapport au 31 décembre 1994.

Les sommes versées au titre de la participation ont été relativement stables (9,7 milliards de francs contre 9,5 en 1994) ; elles constituent la source principale des sommes recueillies en 1995. Les versements volontaires des salariés ont diminué, passant de 11,1 milliards de francs à 8,8 milliards de francs et représentent 42 % des versements contre près de 50 % en 1994. En revanche, les entreprises ont abondé les versements des salariés de manière soutenue (2,5 milliards de francs contre 2,3 en 1994, soit 12 % des sommes collectées).

Globalement les sommes collectées ont baissé de 8,3 % passant de 23 milliards de francs en 1994 à 21 en 1995 mais les rachats ont décri de manière significative puisqu'ils ont porté sur un total de 17,5 milliards de francs inférieur à celui des années 1993 et 1994.

Les versements nets dégagent ainsi un solde positif de 3,5 milliards de francs. Par ailleurs, le cours des actions s'est maintenu et celui des obligations a progressé de 18 %.

La part des fonds investie en actions constitue 44 % de l'actif net global (55 milliards de francs), celle investie en obligations 38 milliards de francs soit 30 % de l'actif net. Les actifs investis en OPCVM atteignent 32 milliards de francs soit désormais plus du quart de l'actif net total.

2 - LA MISE EN PLACE D'UN NOUVEAU CADRE JURIDIQUE

La loi du 25 juillet 1994 relative à l'amélioration de la participation comportait des dispositions propres à assouplir les possibilités de gestion existantes de l'épargne salariale à travers les seuls plans d'épargne d'entreprise. Le décret 95-1049 du 20 septembre 1995 prévoit que les sommes versées au titre de la participation feront l'objet d'un placement offrant des conditions suffisantes de liquidité. Il permet en outre de considérer désormais comme liquide toute valeur mobilière négociée sur un marché réglementé en fonctionnement régulier. Il étend enfin aux fonds communs de placement d'entreprise constitués sous l'empire de l'article 21 de la loi sur les OPCVM l'obligation de comporter dans leur actif les titres liquides réglementaires lorsqu'ils sont ouverts en application d'un accord de participation ou d'un plan d'épargne d'entreprise.

Ce texte permet un traitement homogène de l'ensemble des fonds communs de placement d'entreprise, quelle que soit l'origine des sommes recueillies. Un FCPE doit détenir en permanence au moins un tiers de titres liquides si l'accord de participation ou le plan d'épargne d'entreprise, au titre duquel ce FCPE est ouvert, ne propose pas un autre mode de gestion diversifiée, tel qu'actions de SICAV ou parts de FCPE ne comportant pas plus de 10 % de l'actif en titres non liquides.

Trois autres décrets sont venus préciser la mise en place des nouvelles dispositions contenues dans la loi du 25 juillet 1994 : le décret 94-377 du 11 avril 1995 modifiant et complétant le décret 87-544 du 17 juillet 1987 - pris en application de l'ordonnance du 21 octobre 1986 - qui prévoit notamment de considérer le surendettement d'un salarié comme cas supplémentaire de déblocage anticipé des avoirs indisponibles, le décret 95-378 du 11 avril 1995 qui précise la composition du conseil supérieur de la participation institué par la loi précitée et le décret 95-237 du 2 mars 1995 fixant les conditions de désignation des administrateurs nommés parmi les salariés actionnaires.

3 - LE FONCTIONNEMENT DES FCPE

a) L'épargne "longue durée"

Des projets de constitution de gammes de fonds communs de placement d'entreprise ont été présentés par les sociétés de gestion d'épargne salariale les plus importantes, et pour être le support de la gestion de plan d'épargne d'entreprise "longue durée".

Ces plans, qui coexistent dans plusieurs cas avec des plans à durée minimale de cinq ans, offrent aux salariés qui le souhaitent, sans déroger aux textes en vigueur, la possibilité de bénéficier d'un abondement plus substantiel que celui dont bénéficie le plan d'épargne classique, moyennant une durée d'indisponibilité de dix, quinze, voire vingt années ou plus.

Deux systèmes principaux ont été mis en place : l'un propose une série de fonds offrant chacun une gestion spécifique, allant d'une gestion offensive pour le premier à une gestion sécuritaire pour le dernier. Le salarié peut effectuer les versements dans le fonds déterminé par le nombre d'années le séparant de la retraite, sachant que tous les cinq ans, s'il en a préalablement fait le choix, ses avoirs seront automatiquement transférés dans le fonds suivant de la gamme, de sorte que ses avoirs se trouveront, à la veille de sa retraite, dans le fonds le plus sécuritaire.

L'autre système proposé offre au salarié le choix entre des fonds à durées de vie différentes. Selon le nombre d'années le séparant de la retraite, le salarié pourra choisir le fonds offrant une gestion d'autant plus dynamique que le nombre d'années est plus élevé. Simultanément, la gestion de chaque fonds deviendra progressivement sécuritaire à l'approche de l'échéance de sa durée.

De telles initiatives, outre qu'elles présentent l'avantage de répondre efficacement et rapidement à une demande croissante de la part de nombreuses entreprises, offrent la particularité d'exploiter plus avant les multiples possibilités de mise en oeuvre de plans d'épargne d'entreprise que comportent les textes actuels sans attendre la constitution de fonds de pension.

b) Les commissions prélevées à l'occasion des rachats anticipés

A l'occasion des demandes de constitution de FCPE garantis ou de longue durée, il était prévu de prélever une commission de rachat dans les seuls cas où un salarié demandait par anticipation le déblocage de ses droits conformément aux textes en vigueur. Le Ministère du Travail, consulté sur cette clause, considère qu'elle contrevient aux dispositions de la loi : en effet, la survenance d'un cas de mise en disponibilité anticipée des avoirs, dûment justifié, permet au salarié de demander le déblocage de ses droits dans les mêmes conditions que si le terme de la période de blocage était échu.

c) Le suivi attaché à la vie des fonds

Les sociétés de gestion doivent s'assurer du bon fonctionnement des fonds qu'elles ont constitué et dont elles assurent la gestion. Leur information provient des procès-verbaux des délibérations du conseil de surveillance qui doit, conformément à l'instruction COB et au règlement-type, se réunir au moins une fois par an pour procéder, notamment, à l'examen du rapport annuel de gestion.

En outre la Commission a constaté de nombreux cas dans lesquels des fonds d'entreprise, ne disposant plus de conseil de surveillance et n'étant plus alimentés depuis parfois plusieurs années, étaient dissous pour être repris par un fonds multi-entreprises et ne présentaient plus un actif suffisant pour faire face en particulier aux prélèvements des commissions de gestion et honoraires des commissaires aux comptes. Il appartient aux sociétés de gestion d'informer la Commission des dysfonctionnements affectant la vie d'un FCPE.

d) Le règlement des FCPE

Le fonds commun de placement d'entreprise est un support de gestion choisi dans au moins la moitié des cas pour gérer les sommes investies en application du titre IV du livre IV du Code du Travail relatif à l'épargne salariale et de l'article 208-9 de la loi du 29 juillet 1966 sur les sociétés commerciales.

Le règlement du FCPE constitue le moyen d'information essentiel destiné à renseigner le salarié porteur de parts sur les modalités de gestion des sommes qui lui reviennent. Il est nécessaire de rappeler à cet égard que le salarié doit pouvoir disposer individuellement d'un outil d'information actualisé, c'est-à-dire du règlement du fonds dont il est -ou est devenu, après fusion par exemple- porteur, mis en conformité avec les textes en vigueur et complété, le cas échéant, d'avenants mentionnant les modifications décidées par le conseil de surveillance intervenues après la dernière édition.

V - LES OPCVM PARTICULIERS

A LES FONDS COMMUNS DE PLACEMENT A RISQUES

1 - L'ACTIVITÉ

Au 19 décembre 1995, on recense 119 fonds en activité (contre près de 130 à la fin de l'exercice précédent).

Au cours de l'année 1995, 18 structures ont été dissoutes et 7 ont été constituées après agrément par la Commission.

2 - LA RÉGLEMENTATION

■ L'aménagement du dispositif législatif et réglementaire applicable aux FCPR, est sur le point d'aboutir. Il vise un double objectif :

▲ tenir compte de la réalité et des besoins légitimes des professionnels du capital-risque, partenaires privilégiés du financement des petites et moyennes entreprises ;

▲ faire coïncider une nécessaire souplesse de gestion avec des préoccupations prudentielles communes à toute forme de gestion collective.

Enfin, ces projets de textes bénéficient de la volonté récemment affirmée par les pouvoirs publics d'ouvrir la diffusion des FCPR au grand public.

■ Ce projet de refonte de la réglementation comprend à la fois :

▲ des dispositions innovantes telles la distinction qui serait apportée entre deux catégories de FCPR : l'une largement diffusée auprès du grand public, serait autorisée à faire l'objet de publicité et de démarchage, mais serait en contrepartie soumise à des normes prudentielles strictes (division des risques, ratio d'emprise, interdiction de tuer des opérations considérées comme particulièrement risquée et à des exigences d'information des souscripteurs accrues) contrairement à l'autre qui bénéficierait de modalités de gestion dérogatoires ;

▲ des dispositions qui entérinent certaines pratiques qu'il convenait d'intégrer dans notre droit positif.

Ainsi, le projet de texte offre expressément au FCPR la possibilité d'émettre des catégories de parts différentes donnant sur le patrimoine, sur les produits ou les résultats du fonds des droits différents, ainsi que d'effectuer des opérations telles que des avances en comptes courants dans les entreprises dont il est actionnaire.

B LES FONDS COMMUNS D'INTERVENTION SUR LES MARCHES A TERME

Au 31 décembre 1995, on recense 37 fonds en activité contre 38 en fin 1994. Au cours de l'année, 7 fonds ont été agréés par la Commission et 8 fonds ont été dissous.

En revanche, les actifs ont légèrement augmenté pour atteindre 1.600 millions de francs en fin d'année.

Au cours de l'année écoulée, certains projets ont été proposés avec une délégation de gestion financière à une SARL au capital minimum, n'étant contrôlé par aucune autorité.

Il est rappelé que la Commission ne peut accepter de tels montages : seules des entités habilitées à la gestion pour compte de tiers peuvent gérer par délégation des OPCVM, y compris des FCIMT.

VI - LES ASPECTS INTERNATIONAUX

Les réformes entreprises par la Commission européenne et les travaux accomplis par l'OICV sont traités dans le chapitre VI.

La commercialisation en France d'OPCVM étrangers.

La Commission a délivré en 1995, vingt-sept attestations de commercialisation à des OPCVM européens, permettant, en application de la Directive 85/611, la libre commercialisation de ces produits en France.

La grande majorité de ces OPCVM relève du droit luxembourgeois. Deux FCP sont de droit grec.

Vingt-trois OPCVM français ont demandé à la Commission une attestation de coordination afin d'être commercialisés au delà des frontières. En revanche, aucun produit d'épargne collective non coordonné au sens de la Directive, n'a été autorisé en vue d'être largement commercialisé en France.

On compte ainsi fin 1995 cent quatorze OPCVM étrangers disposant d'une attestation permettant une commercialisation en France et cent quatre OPCVM français ayant demandé à bénéficier du passeport européen.

VII . LES FONDS COMMUNS DE CREANCES

A LES EMISSIONS DE FCC EN 1995

Le rythme de création de nouveaux fonds communs de créances en 1995 a été un peu moins soutenu qu'en 1994.

26 FCC ont ainsi été créés pour un montant global à l'émission de 17 milliards de francs contre 29 FCC en 1994 pour un montant global émis de 20 milliards de francs.

Un quart des opérations a porté sur des créances interbancaires.

Les opérations d'allègement de bilan ont représenté 75 % de l'encours global émis en 1995, réparties comme suit :

- ▲ fonds de crédits garantis par la Coface, pour 0,63 milliard de francs ;
- ▲ fonds de prêts immobiliers et/ou hypothécaires, pour 4 milliards de francs ;
- ▲ fonds de crédits à la consommation, pour 8 milliards de francs.

Au total, 140 FCC ont été créés depuis 1989 pour un montant global représentant un peu plus de 85 milliards de francs. Au 31 décembre 1995, 98 fonds communs de créances étaient en activité, représentant un encours résiduel global de 47 milliards de francs.

B L'ACTIVITE DES FCC EN 1995

1 . SOCIÉTÉS DE GESTION : AGRÈMENTS DÉFINITIFS ET DERNIERS AGRÈMENTS PROVISOIRES

- Au cours de l'année 1995, 5 sociétés de gestion de fonds communs de créances ont reçu un agrément définitif pour deux d'entre elles ; les trois autres ont été agréées pour un an, délai destiné à leur permettre de se doter de moyens en personnel à temps plein.

En effet, les règles relatives aux moyens des sociétés de gestion de FCC, contenues dans l'article 5 du règlement COB n° 94-01, indiquent notamment que ces sociétés doivent disposer d'une dotation permanente en personnel et qu'elles peuvent recourir à la mise à disposition de moyens en personnel d'organismes extérieurs, à la condition que ces moyens soient affectés de façon durable à leur activité.

A l'occasion des diverses demandes d'agrément présentées, l'exigence de "permanence" des moyens contenue dans la réglementation a été confirmée ; elle implique l'affectation de moyens à temps plein, qu'il s'agisse de personnel salarié de la société ou de personnel mis à disposition.

Néanmoins, afin de permettre une adaptation progressive des organisations existantes, la Commission a décidé d'accepter provisoirement, et pour la dernière fois, les mises à disposition à temps partiel, à la condition que l'affectation de personnel à plein temps soit prévue et mise en place avant l'expiration d'un délai d'un an à compter de l'agrément provisoire.

A la fin de l'année 1995, sur 10 sociétés qui avaient sollicité un agrément :

- ▲ 4 sociétés, disposant de moyens en personnel à plein temps, étaient agréées à titre définitif;
- ▲ 3 sociétés, dotées de moyens humains limités, car mis à disposition à temps partiel, avaient un agrément provisoire;
- ▲ 3 sociétés, non agréées, en raison d'une absence totale de moyens, avaient transféré l'ensemble de leurs activités à d'autres sociétés agréées .

Aucune société de gestion de FCC nouvelle n'a été créée au cours de l'année 1995.

2 - VISAS DE NOTES D'INFORMATION

En 1995, 36 visas ont été délivrés. Certaines opérations ont été visées en deux temps, ce qui a permis aux établissements placeurs de faire une pré-commercialisation sur les opérations, de bénéficier de conditions de marché favorables et de délais d'octroi de visas réduits.

Six opérations syndiquées sur sept ont ainsi été visées en deux étapes, le premier visa ayant été donné à une "note d'information préliminaire" comprenant les caractéristiques générales de l'opération et le second visa attribué à une "note d'opération" comprenant les caractéristiques financières de l'opération.

C LES SPECIFICITES DE LA TITRISATION EN 1995

1 - LA TITRISATION DE CRÉDITS INITIALEMENT CONSENTIS PAR DES ENTREPRISES INDUSTRIELLES ET COMMERCIALES OU DES ÉTABLISSEMENTS PUBLICS INDUSTRIELS ET COMMERCIAUX.

Après avoir recueilli l'avis de la Banque de France, la Commission n'a pas écarté le principe d'une titrisation de créances initialement consenties par de telles entités, pour autant que les créances aient été détenues préalablement à leur cession au FCC par un établissement de crédit.

2 - LA TITRISATION DE CRÉDITS PERMANENTS À LA CONSOMMATION :

L'opération doit permettre une absorption de la variabilité des encours due à l'utilisation aléatoire par les débiteurs de leurs droits de tirage, tout en garantissant l'individualité des droits du FCC par rapport à ceux de l'établissement ayant cédé les créances initiales⁽⁵⁵⁾.

La Commission a admis en 1995, une solution reposant sur l'intermédiation d'une société financière créée à cet effet destinée à absorber la fluctuation des encours. Dès lors qu'il y a cantonnement des droits de chaque FCC au sein de cette société, celle-ci peut être réutilisée.

⁽⁵⁵⁾ Cf. Rapport annuel 1994 p. 276

3 - L'émission de parts dites "séquentielles"

Les fonds communs de créances comportant diverses catégories de parts, amorties de manière "séquentielle", c'est à dire les unes après les autres, ont connu un essor en 1995. Ils constituent une réponse, d'une part, au souhait des établissements promoteurs de FCC de titriser des créances longues, et, d'autre part, à la demande du marché de parts de maturités différentes .

La Commission considère que les parts amorties de manière différée par rapport à d'autres peuvent faire l'objet d'un placement par appel public à l'épargne, pour autant qu'elles ne soient pas subordonnées au remboursement préalable de ces autres catégories de parts. L'absence de subordination permanente est appréciée au regard de trois conditions cumulatives :

- ▲ *les parts supportant un différé d'amortissement doivent être de nature prioritaire et bénéficier d'un mécanisme de protection, par l'existence d'une couverture du risque de défaillance des débiteurs des créances titrisées ;*
- ▲ *il doit exister un mécanisme d'interruption de la séquentialité en cas d'amortissement accéléré, l'ensemble des parts prioritaires étant alors amorti à égalité au prorata de leurs encours respectifs ;*
- ▲ *le profil de risque doit être identique sur les parts "séquentielles" quelle que soit la maturité des parts ; la note attribuée par une agence de notation doit être dans ce cas identique.*

D LE CONTROLE DE L'INFORMATION DELIVREE LORS DES OPERATIONS DE TITRISATION

- La Commission recommande aux promoteurs d'opérations de titrisation de clarifier des notes d'information destinées au public.
- Elle s'attache à ce que l'information diffusée sur le marché secondaire des parts de FCC soit améliorée, notamment en ce qui concerne les événements affectant les créances titrisées tout au long de la durée de vie des FCC, qui peuvent conditionner la rentabilité des opérations. Elle a donc souhaité, en concertation avec l'organisation professionnelle OFC2- Observatoire des fonds communs de créances-, qu'une suite soit donnée aux travaux engagés en 1994 restant ainsi ouverte aux propositions des professionnels en vue d'améliorer la liquidité du marché secondaire des parts de FCC.

VIII - LES SOCIÉTÉS CIVILES DE PLACEMENT IMMOBILIER

A LE MARCHÉ DES SCPI EN 1995

En 1995, la situation générale des SCPI est restée difficile. La collecte a fortement diminué, les demandes de cession sont toujours abondantes. Les rendements locatifs ont baissé.

■ La capitalisation des SCPI est passée de 88,3 milliards de francs à fin 1994 à 80 milliards à fin 1995. Ce recul est la conséquence des baisses de prix des parts intervenues en 1995, ainsi que de la faiblesse de la collecte.

▲ En 1995, 120 SCPI (soit 43 %) ont baissé le prix de leur part, contre 65 SCPI en 1994. Les baisses de prix se situaient en 1994 dans une fourchette de 10 à 20 % ; fourchette qui s'est élargie en 1995 entre 10 et 30 %.

Ces baisses résultent soit de la diminution de valeur des actifs mise en évidence par des expertises du patrimoine immobilier réalisées au titre de l'exercice 1994, soit des initiatives prises par les gérants pour fluidifier un marché secondaire saturé, soit enfin de l'obligation prévue à l'article 3.3 de la loi du 31 décembre 1970 modifiée.⁽³⁴⁾

▲ La collecte s'est élevée en 1995 à 1,5 milliards de francs contre 3,3 milliards de francs l'année précédente.

Sur ce total, seuls 700 millions de francs correspondent à une collecte nette pouvant être affectée à des achats d'immeubles.

Il est à noter que quatre SCPI fiscales (2 "Malraux" et 2 "Méhaignerie") ont été créées en 1995.

Une SCPI de valorisation a été dissoute avant son terme après que les associés aient vu leurs parts rachetées au prix conseillé. De même, une SCPI de rendement qui n'avait pu se développer a été dissoute par son initiateur. En outre, deux SCPI ont été transformées en sociétés anonymes, les associés ayant eu la possibilité de sortir en vendant leur part au prix de cession conseillé, avant la transformation.

Au cours de l'année 1995, 6 SCPI ont été absorbées dans le cadre d'opérations de fusion.

■ Le marché secondaire des SCPI apparaît difficile.

▲ le nombre de sociétés civiles de placement immobilier concernées par les demandes de cessions en attente a encore augmenté en 1995 : 80 % sont dans ce cas au 31 décembre 1995.

▲ Les délais de revente moyens se sont considérablement allongés en 1995. Passés de 1 an et demi à 3 ans, ils traduisent l'illiquidité croissante du produit SCPI.

⁽³⁴⁾ L'article 3.3 de la loi du 31 décembre 1970 précise que lorsque plus de 5 % des parts sont en attente depuis plus de 6 mois, la société de gestion convoque une AGE qui a pour but de décider, soit la baisse du prix des parts dans la limite de 30 %, soit la cession totale ou partielle du patrimoine.

Si le volume du marché secondaire en attente a peu augmenté en valeur relative (2,5 milliards de F au 31 décembre 1995), il est rappelé que seules sont prises en compte pour l'établissement de ce chiffre, les demandes de revente au prix de cession conseillé.

. Le volume annuel des cessions et retraits réalisés au prix conseillé par la société de gestion a baissé de façon importante (- 38 %) par rapport à 1994.

Ces phénomènes ont eu pour conséquence l'émergence de marchés à prix décotés.

■ Les rendements des SCPI ont baissé en 1995, essentiellement du fait des difficultés rencontrées sur le marché locatif de l'immobilier d'entreprise, et s'établissent en moyenne pour les produits immobiliers d'entreprise à 5 %. Ce taux moyen pondéré recouvre des situations très hétérogènes.

B LES DIFFERENTES INITIATIVES

Au cours de l'année 1995, les professionnels ont engagé plusieurs actions :

- ▲ La baisse du prix des parts pour tenir compte principalement de la baisse des loyers encaissés.
- ▲ La création de fonds de remboursement alimenté par des cessions d'actifs.
- ▲ La constitution d'un marché à prix décotés. Ce type d'action, dans la mesure où aucun texte ne l'autorise ni ne l'encadre, pourrait se révéler dangereux sur le plan de l'information et de l'égalité de traitement des porteurs de parts.

Aussi la Commission va-t-elle s'attacher en 1996, en concertation avec les professionnels, à l'amélioration du fonctionnement du marché secondaire.

C L'ACTION DE LA COMMISSION EN 1995 EN MATIERE D'AGREMENT DES SOCIETES DE GESTION DE SCPI

A l'automne 1994, les 87 sociétés de gestion en activité en charge de 285 SCPI ont été invitées à déposer un dossier de demande d'agrément auprès des services de la Commission.

Tous les dossiers ont fait l'objet d'un avis formulé par un comité consultatif d'agrément composé de représentants des professionnels et des épargnants avant qu'une décision soit arrêtée par la Commission.

Dans le cadre de l'agrément, l'attention de la Commission a porté sur l'activité exercée (gestion pour compte de tiers), les moyens humains, les moyens financiers ainsi que les procédures de fonctionnement interne des sociétés de gestion.

Ainsi, au 31 décembre 1995, 64 sociétés de gestion avaient obtenu, après avoir effectué un certain nombre de modifications, un agrément pour la gestion de SCPI. Les autres ont transféré la gestion des produits à des structures agréés par la Commission.

IX - LES AUTRES FORMES D'EPARGNE COLLECTIVE

1 - SOFICA

En 1995, la Commission a délivré 6 visas dont cinq pour des SOFICA disposant d'un mécanisme de garantie de rachat. Ces opérations ont permis la collecte d'un montant de 301,5 MF

Les SOFICA visées par l'article 40 de la loi n° 85-695 du 11 juillet 1985 ont vu reconduire en 1995 le cadre de leur activité dans les mêmes termes qu'en 1994.

Cependant, lors de l'examen par le Parlement du projet de loi de finances pour 1996, un débat s'est ouvert sur le bien fondé de l'avantage fiscal consenti aux SOFICA. Ce débat a mis en lumière la nécessité de dresser un bilan global sur les SOFICA.

Ce débat a été relayé au sein de la Commission, qui dressera durant l'année 1996 un bilan de l'allocation des fonds qui ont été levés par appel public à l'épargne depuis trois ans par l'intermédiaire des SOFICA.

2 - BIENS DIVERS

La Commission a attribué en 1995, deux numéros d'enregistrement au document d'information de deux copropriétés maritimes (un navire de croisière, un remorqueur portuaire).

Ces projets, d'un montant global de 800 millions de francs, bénéficiaient d'un agrément fiscal préalable délivré par l'administration fiscale, d'un mandat de gestion confié à un tiers, d'une promesse de rachat des parts délivrée par le promoteur de l'opération ainsi que les conditions de placements auprès du public permettant de les qualifier de biens divers.

L'année 1995 a été marquée par la poursuite du développement des activités internationales de la COB, illustrant bien le fait qu'un régulateur de marché financier, aujourd'hui, n'est plus en mesure de remplir ses missions s'il ne s'appuie pas sur la coopération avec ses homologues étrangers. Le point d'orgue de l'année 1995, à cet égard, a été sans conteste la tenue, à Paris, de la XXème Conférence annuelle de l'organisation internationale des Commissions de valeurs (OICV), qui a rassemblé l'ensemble des régulateurs de marché et marqué l'entrée dans l'organisation des Commissions de valeurs mobilières de Chine et de Russie. Les travaux de l'OICV ont été marqués par d'importants progrès accomplis, en particulier conjointement avec les régulateurs bancaires du Comité de Bâle, dans le domaine du contrôle des produits dérivés. Dans le domaine bilatéral, enfin, l'année 1995 a vu la poursuite du développement du réseau des accords signés par la COB avec ses homologues étrangers, l'un avec l'Australian Securities Commission, l'autre avec la Commission allemande, qui a été installée au début de 1995 et dont cela a été le premier acte officiel dans le domaine international.

I - LA COMMERCIALISATION DES PRODUITS ETRANGERS EN FRANCE ET LA RECONNAISSANCE DE MARCHES ETRANGERS

A LA RECONNAISSANCE DES MARCHES ETRANGERS

Par arrêté du 7 mars 1995, le ministre de l'Economie a reconnu, après avis de la Commission, le London International Financial Futures and Options Exchange (LIFFE)⁽³⁵⁾, il a également reconnu le Belgian Futures and Options Exchange (BELFOX) (arrêté du 26 avril 1995). Le BELFOX est le marché réglementé belge de produits dérivés où sont négociés des contrats à terme (notionnel sur titre d'Etat, Bibor 3 mois et indice BEL-20) ainsi que des options (sur actions individuelles, sur l'indice BEL-20, sur la parité Franc belge/Dollar et sur les contrats à terme).

Cette reconnaissance permet aux produits du BELFOX d'être proposés directement aux investisseurs par des intermédiaires dûment habilités à cet effet dans le cadre des dispositions protégeant l'épargne publique en France.

Cette reconnaissance est la dernière qui interviendra pour un marché réglementé au sens de la directive sur les services d'investissement. A partir de l'entrée en vigueur de la directive, cette procédure de reconnaissance ne sera en effet plus opposable à un marché réglementé.

⁽³⁵⁾ Cf. *Rapport annuel 1994* p. 291; 292.

B L'ACCORD SUR LES SERVICES FINANCIERS (GATS)

Le 26 juillet 1995, 29 membres de l'Organisation mondiale pour le commerce (OMC), dont l'Union européenne, ont conclu un accord intérimaire manifestant leur intention de libéraliser le commerce dans le secteur financier. Cet accord sera mis en oeuvre pendant une période initiale allant jusqu'au 1er novembre 1997 ; d'ici là il reste ouvert aux autres membres de l'OMC, notamment aux Etats-Unis. Ces derniers n'ont pas souhaité se joindre à l'accord en raison de leur désaccord sur les offres déposées par certains pays asiatiques.

Selon cet accord, la conséquence pratique est que les établissements de crédit, les entreprises d'investissement et les compagnies d'assurance étrangères se voient garantir des conditions d'accès (soit directement, soit par l'acquisition de filiales) en dessous desquelles chaque Etat signataire s'engage à ne pas descendre. L'exportation de services financiers sera facilitée et, pour les établissements déjà présents, la palette de possibilités sera élargie. Tout en encourageant l'ouverture des marchés et en réduisant les obstacles au libre établissement, l'OMC reconnaît la nécessité d'une surveillance prudentielle adéquate des intermédiaires.

II - LA COOPERATION BILATERALE

A L'INTEGRITE DU MARCHÉ ET L'ÉCHANGE DE SAVOIR-FAIRE

1 - L'INTÉGRITÉ DU MARCHÉ : LES ACCORDS D'ÉCHANGE D'INFORMATIONS

a) L'accord avec l'Australian Securities Commission

La Commission a conclu un accord administratif d'échange d'informations avec son homologue l'*Australian Securities Commission* le 14 mars 1995. La signature de cet accord consacre les liens établis entre les deux régulateurs, qui manifestent ainsi leur volonté de se fournir mutuellement l'assistance la plus large dans les domaines de la surveillance des marchés et de la recherche d'infractions aux lois et règlements en matière de valeurs mobilières et de contrats à terme. Cet accord consacre également les liens établis au sein de l'OICV, puisque, depuis octobre 1994, M. Alan Cameron est Président du Comité exécutif de l'Organisation.

b) L'échange de lettres avec le *Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel*

Le 27 mars 1995, la Commission et le *Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel* (BAWe) ont procédé à un échange de lettres destiné à faciliter la mise en oeuvre des échanges d'informations entre les régulateurs français et allemand. Cet échange de lettres, qui accompagne l'accord entre le MATIF et le marché à terme allemand, la *Deutsche Termin Börse*, revêt une importance toute particulière: le premier acte officiel du BAWe préfigure ainsi l'ouverture du marché unique européen des valeurs mobilières à compter du 1er janvier 1996 et la coopération des autorités prévue par les directives.

2 - L'ÉCHANGE DE SAVOIR-FAIRE

La COB développe une activité d'assistance à des commissions de création récente, qui sont demandeurs de savoir-faire en matière de contrôle des marchés. Cette assistance prend en particulier la forme d'envoi d'experts, d'organisation de stages et d'analyse de projets de textes.

a) Russie

Les 4, 5 et 6 avril 1995, la Commission a reçu le Directeur général de la Commission des valeurs mobilières russe, M. Dmitri Vassiliev, et trois de ses collaborateurs. Cette visite a préludé à l'entrée de la Commission russe au sein de l'OICV, lors de la Conférence annuelle de Paris en juillet.

M. Vassiliev a souhaité notamment recueillir les commentaires de la Commission sur les projets de textes sur les valeurs mobilières et la gestion collective. A cette fin, un expert de la Commission s'est rendu à Moscou en septembre 1995 et une coopération fructueuse s'est établie entre les deux institutions.

b) Liban

Parallèlement au projet de création d'une bourse à Beyrouth auquel la SBF-Bourse de Paris et la SICOVAM apportent leur savoir-faire, les autorités libanaises et la Commission ont signé le 12 avril 1995 une convention de coopération.

L'assistance de la Commission porte notamment sur l'analyse des textes prévoyant les missions et les pouvoirs des autorités en charge du contrôle boursier ainsi que les conditions de l'appel public à l'épargne au Liban.

c) Lettonie

Trois représentants du ministère des Finances de la République de Lettonie ont été reçus à la Commission pendant une semaine en octobre. Les autorités lettones étaient particulièrement intéressées par l'expérience de la Commission en matière d'enquête, de surveillance du marché et de sanction, ainsi qu'en matière d'information financière. Cette coopération intervient parallèlement à la signature par la SBF d'un protocole de coopération en vue de moderniser la bourse de Riga.

d) République tchèque

Le ministère des Finances tchèque, autorité supervisant les activités boursières et la gestion collective, a souhaité mieux connaître les modalités du contrôle exercé par la COB dans ces deux domaines. Le vice-ministre des Finances tchèque, accompagné de deux collaborateurs, a ainsi été reçu à la Commission en novembre dernier.

e) Banque centrale des Etats de l'Afrique de l'ouest (BCEAO)

L'Union économique et monétaire ouest africaine (UEMOA) a confié à la Banque centrale des Etats de l'Afrique de l'ouest (BCEAO) la mission d'élaborer un projet de création d'un marché financier régional commun à l'ensemble des pays membres de l'Union. Le gouverneur de la BCEAO a sollicité l'opinion du président de la Commission sur les aspects réglementaires de ce projet qui devrait voir le jour en 1996.

Le dispositif envisagé prévoit la création d'une bourse régionale de valeurs mobilières et d'un dépositaire central placés sous la tutelle d'un Conseil régional de l'épargne publique et des marchés financiers. Il est également prévu que le droit des sociétés soit uniformisé dans l'ensemble de l'Union.

Les commentaires de la COB ont essentiellement porté sur les missions et le fonctionnement du Conseil régional afin notamment que les diverses autorités en charge de la régulation de ce marché régional aient des procédures de réglementation, de contrôle et de sanctions parfaitement complémentaires, que le marché financier dispose d'intermédiaires et de gestionnaires solides et responsables et, enfin, que les investisseurs aient accès à une information sincère et transparente.

B L'ACCOMPAGNEMENT DU DEVELOPPEMENT INTERNATIONAL DES MARCHES, DES INTERMEDIAIRES ET DES EMETTEURS

1 - L'ACCOMPAGNEMENT DU DÉVELOPPEMENT INTERNATIONAL DES ÉMETTEURS FRANÇAIS

Placements de titres Pechiney aux Etats-Unis

A l'occasion de la privatisation de la société Pechiney, le placement global garanti par un syndicat d'établissements financiers comprenait une offre publique aux Etats-Unis. La société a également demandé l'admission de ses actions au New York Stock Exchange (NYSE) sous la forme d'"American Depository Shares" (ADS).

Compte tenu des spécificités de l'opération (privatisation, offre publique d'échange sur les CIP et les actions Pechiney International, liquidité des titres remis à l'échange...), la Securities and Exchange Commission des Etats-Unis a accepté de faire bénéficier l'émetteur et les membres du syndicat de placement du régime prévu dans la dérogation générale aux règles 10b-6, 10b-7 et 10b-8 du Securities Exchange Act de 1934 bien que ce régime soit initialement réservé aux placements portant sur des titres de sociétés retenues dans la composition de l'indice CAC 40⁽³⁶⁾.

Pour bénéficier de cette dérogation, les membres du syndicat se sont engagés à satisfaire aux conditions d'information et de conservation des transactions réalisées pour compte propre prévues dans la dérogation générale, ainsi qu'à certaines conditions supplémentaires de transparence en matière de régularisation de cours pendant la période de placement.

Le régime ci-dessus est également une dérogation à la règle 10b-13 qui, dans le cadre d'une offre publique d'achat ou d'échange, interdit à l'initiateur de l'offre et aux intermédiaires et conseils participants à l'opération, d'intervenir, directement ou indirectement, en régularisation de cours.

⁽³⁶⁾ *Echange de lettres COB/SEC du 7 juin 1994, Bulletin mensuel de la COB n° 281 de juin 1994.*

III - LA COOPERATION MULTILATERALE

A L'EUROPE: L'ETABLISSEMENT D'UN CADRE JURIDIQUE POUR LE MARCHÉ UNIQUE DES VALEURS MOBILIERES

1 - LA DSI: LES MARCHÉS ET LES INTERMÉDIAIRES

Le 3 janvier 1996, le Conseil des ministres a adopté le projet de loi de modernisation des activités financières qui transpose la directive sur les services d'investissement. Ce projet propose la création du statut d'entreprise d'investissement qui regroupe les personnes morales qui ont pour profession habituelle et principale de fournir les services d'investissement suivants: réception et transmission d'ordres pour le compte de tiers, exécution d'ordres pour comptes de tiers, négociation pour compte propre, gestion de portefeuilles pour compte de tiers, prise ferme et placement de titres.

Un mécanisme de "passeport européen" est proposé pour permettre aux entreprises d'investissement françaises d'offrir leurs services dans chaque Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen et, en sens inverse, aux entreprises d'investissement de ces Etats de fournir des services d'investissement en France.

La notion de marché réglementé fait partie intégrante du projet de loi. Pour la France, la loi n° 96-109 du 14 février 1996 relative aux relations financières avec l'étranger, a fixé la liste des marchés réglementés français au sens de la directive sur les services d'investissement; il s'agit des bourses de valeurs en fonctionnement régulier placées sous le contrôle du Conseil des bourses de valeurs, ainsi que les marchés fondés sur la loi du 28 mars 1885 sur les marchés à terme et placés sous le contrôle du Conseil des marchés à terme.

A la date d'entrée en vigueur de la directive certains Etats membres ont notifié la liste des marchés réglementés dont ils sont l'Etat d'origine; il s'agit des pays et des marchés suivants:

PAYS	MARCHES
Allemagne ⁽³⁷⁾	<ul style="list-style-type: none"> ■ Berlin : Berliner Wertpapierbörse ■ Bremen : Wertpapierbörse in Bremen ■ Düsseldorf : Rheinisch-Westfälische Börse zu Düsseldorf ■ München : Bayrische Börse ■ Stuttgart : Baden-Württembergische Wertpapierbörse ■ Frankfurt : Frankfurter Wertpapierbörse et Deutsche Terminbörse (DTB) ■ Hamburg : Hanseatische Wertpapierbörse Hamburg ■ Hannover: Niedersächsische Börse.
Autriche ⁽³⁸⁾	<ul style="list-style-type: none"> ■ Wiener Wertpapierbörse ■ Österreichische Termin- Und Optionenbörse Aktiengesellschaft.
Danemark	Københavns Fondsbørs (Copenhagen Stock Exchange).
Irlande	<ul style="list-style-type: none"> ■ Irish Stock Exchange ■ Irish Futures and Options Exchange (IFOX).
Luxembourg	Société de la bourse de Luxembourg SA (Bourse de Luxembourg).
Pays-Bas	<ul style="list-style-type: none"> ■ Amsterdam Effectenbeurs (Amsterdam Stock Exchange) ■ EOE-Optiebeurs (Amsterdam Options Exchange and Financial Futures Markets Amsterdam).
Royaume-Uni ⁽³⁹⁾	<ul style="list-style-type: none"> ■ London Stock Exchange (Domestic Equity Market, European Equity Market, Gilt Edged and Sterling Bond Market, Alternative Investment Market). ■ London International Financial Futures and Options Exchange (LIFFE) ■ OMLX (London Securities & Derivatives Exchange Ltd) ■ Tradepoint Financial Networks plc.

⁽³⁷⁾ En Allemagne, chaque marché réglementé de valeurs mobilières est composé de deux compartiments: une cote officielle et un "Geregelter Market" (forme de second marché).

⁽³⁸⁾ En Autriche, la Bourse de Vienne comprend un marché officiel et un marché semi-officiel.

⁽³⁹⁾ Au Royaume-Uni, le SEAQ International a été scindé en deux: les valeurs de pays membres de l'Union européenne (et la Suisse) et le reste du monde. Seul le premier segment, l'European Equity Market, est un marché réglementé au sens de la DSI.

2 - LES AUTRES DIRECTIVES EUROPÉENNES

a) L'adéquation des fonds propres

La directive a été transposée en droit français pour les établissements de crédit et les compagnies financières par le Comité de réglementation bancaire dans son règlement CRB 95-02. Il s'appliquera à compter du premier semestre 1996. Elle devra l'être pour l'ensemble des entreprises d'investissement par l'autorité compétente.

b) L'indemnisation des investisseurs clients des entreprises d'investissement

Complément de la directive sur les services en investissement, la proposition de directive sur les systèmes d'indemnisation des investisseurs vise à harmoniser les systèmes d'indemnisation susceptibles d'être mis en jeu en cas de défaillance d'une entreprise d'investissement, pour offrir aux investisseurs une garantie minimale des dépôts en titres ou en espèces constitués auprès de cet établissement en relation avec des opérations d'investissement.

Le Conseil de l'Union européenne a, le 23 octobre 1995, adopté une position commune sur cette proposition de directive qui doit encore être approuvée par le Parlement. Les principales dispositions en sont les suivantes:

- ▲ Les entreprises d'investissement ont l'obligation d'adhérer au système d'indemnisation mis en place dans l'Etat d'origine par lequel elles ont été agréées. Elles pourront, à titre facultatif et complémentaire, adhérer également au système d'indemnisation de l'Etat membre dans lequel elles proposent leurs services, si ce système assure un niveau de protection supérieur aux investisseurs. Cependant, jusqu'au 31 décembre 1999, une entreprise d'investissement opérant dans un Etat d'accueil ne pourra pas, sur le territoire de ce dernier, faire profiter ses investisseurs d'une couverture dont le niveau et l'étendue dépassent celle proposée par le système d'indemnisation correspondant de l'Etat d'accueil. La Commission examinera à cette date la nécessité de maintenir ces dispositions et proposera, le cas échéant, au Parlement et au Conseil de prolonger leur validité.
- ▲ Le niveau minimum de la garantie est de 20 000 Ecus par investisseur. Les Etats membres peuvent toutefois limiter la garantie en pourcentage donné du montant de la créance de l'investisseur. Le pourcentage couvert doit être toutefois au moins égal à 90% du montant de la créance tant que le montant à verser au titre de l'indemnisation n'atteint pas 20 000 Ecus.
- ▲ Ce niveau de garantie couvre les dépôts en titres ou en espèces constitués auprès des entreprises d'investissement ou des établissements de crédit fournissant des services d'investissement. Toutefois, les Etats membres peuvent prévoir que les fonds en devises autres que les devises des Etats membres ou l'Ecu sont exclus de la couverture ou sont plus faiblement couverts. Cette faculté ne s'applique pas aux instruments. Les Etats membres peuvent également choisir d'exclure du bénéfice du système d'indemnisation certaines catégories d'investisseurs telles que, par exemple, les investisseurs professionnels et institutionnels, les institutions supranationales, Etats et administrations régionales, ou limiter l'étendue de la couverture dont des investisseurs peuvent bénéficier.

▲ S'agissant des établissements de crédit, ceux-ci ont, aux termes de la directive 94/19/CE, l'obligation d'adhérer à un système de garantie des dépôts en espèces. Dans la mesure où il ne pourra être opéré de distinction entre les fonds liés à des opérations d'investissement, qui relèvent de la proposition de directive sur l'indemnisation des investisseurs, et les dépôts bancaires, qui relèvent de la directive sur la garantie des dépôts, les Etats membres pourront décider si la créance en espèces relève de l'une ou l'autre directive sans qu'aucune créance puisse faire l'objet d'une double indemnisation en vertu des deux directives.

c) - Les projets de réforme de la directive européenne de 1985 relative aux OPCVM

La Commission Européenne a présenté une proposition contenant trois modifications essentielles : l'introduction des fonds investis en dépôts bancaires, l'exercice de l'activité de dépositaire en libre prestation de service et l'introduction des fonds nourriciers ⁽⁴⁰⁾. Cette proposition n'a pas reçu l'accord des Etats membres.

Une proposition française, consistant à disjoindre ces points du projet de modification et à se limiter à une modification minimale du texte actuel, n'a pas recueilli de majorité qualifiée. Ce projet de texte a été renvoyé à la Commission Européenne pour approfondissement.

Les travaux du Comité de contact OPCVM se sont poursuivis indépendamment de ces discussions, approfondissant certaines réflexions déjà amorcées comme l'amélioration de l'encadrement des interventions sur les marchés dérivés, ou la proposition française d'élargissement de l'objet social des sociétés de gestion.

d) Eurolist :

■ PROJET DE MODIFICATION DU REGLEMENT N°91-02 : transposition de la directive n° 94/18 du 30 mai 1994

L'objectif initial de cette directive était principalement de faciliter, grâce à une dispense d'établissement de prospectus d'admission, la mise en place du système de multicotation "Eurolist", qui fonctionne effectivement depuis le mois d'octobre 1995. Ce système permet à des sociétés cotées sur au moins deux bourses européennes, sous réserve du respect d'un certain nombre de critères (taille de la société, liquidité du titre, qualité et régularité des publications périodiques), de se faire coter simultanément dans plusieurs pays européens, avec un formalisme allégé.

La directive n° 94/18 du 30 mai 1994 complète l'article 6 de la directive 80/390/CE relative au prospectus à publier pour l'admission de valeurs mobilières à la cote officielle d'une bourse de valeurs, qui prévoit déjà des cas de dispense à l'obligation d'établir un prospectus lors de l'admission de titres à la cote officielle d'un Etat membre. Elle vise deux nouveaux cas de dispense : le transfert du second marché à la cote officielle du même Etat membre pour des actions déjà cotées depuis deux ans au moins, et la demande d'admission à la cote officielle d'un autre Etat membre par une société cotée depuis trois ans au moins dans un autre état membre.

⁽⁴⁰⁾ *Fonds nourriciers* : Dans le système du master/feeder fund, le fonds nourricier (master) est un fonds commercialisé au travers de fonds collecteurs (feeder) dont l'actif est investi intégralement et uniquement dans le fonds nourricier qui pourrait être situé dans un autre pays que celui du fonds collecteur.

Le projet de modification apportée à l'article 13 du règlement n°91.02 sur l'information à diffuser lors de l'admission à la cote officielle et lors de l'émission de valeurs mobilières dont l'admission à la cote officielle est demandée, étend le bénéfice de la dispense d'établissement d'un prospectus aux deux nouveaux cas mentionnés par la directive.

▲ Pour ce qui concerne **la dispense de prospectus pour les sociétés du second marché** souhaitant accéder au marché officiel, cette faculté est ouverte aux sociétés admises définitivement au second marché c'est-à-dire à l'issue de leur période probatoire dès lors que la Commission a jugé la qualité de l'information diffusée suffisante.

▲ **S'agissant de la dispense pour l'admission à la cote officielle**, il convient de rappeler que son objectif est de faciliter la mise en oeuvre du système Eurolist⁽⁴¹⁾. Cependant, la procédure fixée par la directive est plus souple que le système Eurolist car elle n'impose pas de critères à remplir ni un nombre minimal de bourses dans lesquelles la société candidate doit déjà être cotée.

Ainsi, une société cotée depuis plus de trois ans dans un Etat membre de l'Union européenne peut bénéficier de cette dispense dès lors qu'elle remplit les obligations en matière d'information et de cotation prévues par les directives européennes. L'autorité compétente de la place de cotation d'origine doit attester que la société a bien rempli ses obligations.

Les sociétés étrangères souhaitant être cotées à Paris, mettent à la disposition du public en français ou dans une autre langue usuelle en matière financière, les documents comptables (rapport de gestion, comptes semestriels, comptes sociaux et consolidés certifiés), ainsi que tout prospectus ou document équivalent, publiés dans les douze mois précédant la demande d'admission.

En outre, un résumé en français des éléments significatifs du dossier, élaboré sous le contrôle des dirigeants de la société émettrice est rendu disponible. Le contenu du résumé est précisé dans l'instruction d'application du règlement n°91-02 : il comprend notamment des renseignements concernant les titres dont l'admission est demandée, l'émetteur et son capital, les détails de toute modification ou évolution significative survenue depuis la date d'approbation du dernier prospectus, les renseignements spécifiques au marché français, relatifs notamment au régime fiscal des revenus, aux établissements qui assurent le service financier de l'émetteur en France, le mode de publication des avis destinés aux investisseurs, une déclaration de l'émetteur attestant que l'admission des titres à la cote officielle est demandée, la signature des responsables.

Enfin, les sociétés étrangères publient dans la presse un communiqué en français mentionnant l'existence des différents documents et les adresses des établissements auprès desquels ils sont disponibles.

⁽⁴¹⁾ *Rapport annuel 1994*

Article unique (projet) :

Il est rajouté à l'article 13, deux alinéas rédigés comme suit :

13.5 : Un émetteur qui présente une demande d'admission à la cote officielle de titres de capital, est dispensé d'établir un prospectus s'il remplit les conditions suivantes :

a) La société est cotée depuis plus de 3 ans à la cote officielle de la bourse d'un État membre de l'Union Européenne, et a une capitalisation boursière supérieure à 1 milliard d'écus.

b) Il doit avoir mis à la disposition du public français, **dans une langue usuelle en matière financière**, les documents suivants :

▲ les documents comptables (rapport de gestion, comptes semestriels, comptes sociaux et consolidés certifiés),

▲ un prospectus, ou un document équivalent, publié dans les 12 mois précédant la demande d'admission.

c) Il doit mettre à la disposition du public un résumé **en français** des éléments significatifs du dossier, élaboré sous son contrôle, par l'intermédiaire chargé de la procédure d'admission. Ce résumé comprendra notamment des renseignements concernant les titres dont l'admission est demandée, l'Émetteur et son capital, les détails de toute modification ou évolution significative survenue depuis la date d'approbation du dernier prospectus, les renseignements spécifiques au marché français relatifs notamment au régime fiscal des revenus, aux établissements qui assurent le service financier de l'émetteur en France, le mode de publication des avis destinés aux investisseurs, une déclaration de l'émetteur attestant que l'admission des titres à la cote officielle est demandée, la signature des responsables.

d) Il publie un **communiqué en français** précisant les différents documents mis à la disposition du public et les adresses des Établissements auprès desquels ils sont disponibles.

13.6 : Un émetteur dont les actions sont admises depuis plus de 3 ans sur le second marché et qui souhaite demander leur transfert à la cote officielle est dispensé d'établir un prospectus lorsque :

a) la décision d'admission définitive a été prononcée sans condition,

b) l'émetteur a satisfait à toutes ses obligations d'information, et la qualité de l'information diffusée est jugée suffisante par la Commission des opérations de bourse.

3 - LES AUTORITÉS DE CONTRÔLE

a) Réunions du Groupe informel des présidents

Le Groupe informel des présidents des Commissions de valeurs mobilières européennes s'est réuni à Madrid, Dublin et Stockholm au cours de 1995. Le Groupe informel compte désormais 15 membres, puisqu'il s'est ouvert, au début de l'année, aux représentants des autorités de contrôle des marchés de Finlande et de Suède et au ministère des Finances autrichien, l'Autriche ne s'étant pas encore dotée d'un régulateur de marché.

Les discussions du groupe ont porté d'abord sur la préparation des réunions de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV). Les travaux ont cependant été centrés, durant cette année, sur l'ouverture du marché unique européen au 1er janvier 1996 ; les présidents ont en effet examiné un certain nombre de problèmes de coopération liés à la transposition des directives sur les services d'investissement et sur l'adéquation des fonds propres. Ils ont d'autre part demandé à un groupe d'experts, qui s'est réuni à deux reprises à la fin de 1995 sous la présidence de M. Michau, chef du Service de l'inspection de la COB, de mettre en place les solutions pratiques concernant l'exercice des missions de surveillance des marchés et d'enquêtes dans le cadre du marché unique.

b) Proposition de directive instituant un Comité des valeurs mobilières

La Commission européenne a saisi en première lecture le Parlement et le Conseil d'une proposition de directive instituant un Comité des valeurs mobilières. Ce Comité a pour vocation d'assister la Commission européenne dans ses tâches d'exécution des directives, à l'image du Comité consultatif bancaire et du Comité des assurances.

B L'OICV

1 - LA XX^{ÈME} CONFÉRENCE ANNUELLE

La XX^{ème} Conférence annuelle de l'OICV s'est déroulée à Paris, du 9 au 13 juillet 1995, à l'invitation de la Commission des opérations de bourse.

Les autorités de contrôle de 57 pays ont participé à la conférence à titre de membres de l'Organisation; 14 autres pays étaient représentés par des observateurs. Au total, 650 personnes ont participé à la Conférence. Au cours de la Conférence, les principaux organes de l'OICV se sont réunis: Comité exécutif, Comité technique (voir ci-dessous), Comité des marchés émergents, Comités régionaux et Comité consultatif.

Des tables rondes ont eu lieu sur un ensemble de questions intéressant les autorités de contrôle ainsi que les professionnels des marchés.

▲ Les régulateurs et les média

▲ Les marchés émergents

▲ Une appréciation objective sur l'entreprise est-elle possible?

- ▲ L'impact de la gestion institutionnelle sur les ressources et la conduite des entreprises
- ▲ La globalisation des risques: la coopération des régulateurs bancaires et régulateurs de marché
- ▲ Les nouvelles techniques et l'évolution des marchés
- ▲ La coopération internationale: l'échange d'informations entre régulateurs et son évolution
- ▲ La mise en place d'espaces financiers régionaux et les perspectives d'harmonisation.

A l'occasion de la Conférence, l'OICV a admis quatre nouveaux membres ordinaires: la Commission de réglementation des valeurs de Chine, la Commission des valeurs et du marché financier de la Fédération russe, la *Securities and Exchange Commission* du Bangladesh et le Comité du marché financier de Grèce. Ces nouvelles admissions revêtent une importance particulière pour l'Organisation, puisque deux de ces pays représentent ensemble environ 30% de la population mondiale.

En outre, l'OICV a admis un nouveau membre associé, l'*Alberta Securities Commission*, et deux membres correspondants: le *Chicago Board of Trade* et la *Bolsa de Mercadorias e Futuros* du Brésil.

Par suite de ces nouvelles admissions, le nombre des membres de l'OICV est porté à 121.

L'Organisation tiendra sa prochaine Conférence annuelle à Montréal, du 16 au 20 septembre 1996. La Conférence de 1997 aura lieu à Taipei et celle de 1998, à Nairobi.

2 - LES TRAVAUX DU COMITÉ TECHNIQUE

M. Edward Waitzer, président de l'*Ontario Securities Commission*, est président du Comité technique et M. Georg Wittich, président du *Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel* d'Allemagne, en est le vice président.

Le Comité technique de l'OICV a poursuivi en 1995 ses travaux suivant plusieurs axes principaux, parmi lesquels il faut souligner en particulier les progrès de l'harmonisation comptable internationale, la maîtrise des risques encourus sur les produits dérivés et le renforcement de la coopération en matière d'enquêtes et d'échange d'informations.

Reconnaissant l'importance de ces travaux, les ministres du G7, réunis en juillet 1995 à Halifax, ont demandé au Comité technique de l'OICV d'établir un rapport indiquant les mesures prises en vue d'améliorer la gestion des risques systémiques. Ce rapport était en cours de préparation au début de 1996.

Parmi les sujets traités par l'OICV, certains sont étudiés en interne au sein du seul Comité technique⁽⁴²⁾. Mais, de plus en plus, l'OICV doit associer ses efforts à d'autres organismes similaires, qu'il s'agisse des professionnels de la comptabilité⁽⁴³⁾, des régulateurs bancaires ou encore des régulateurs des assurances⁽⁴⁴⁾.

⁽⁴²⁾ *Même s'ils font de plus en plus souvent l'objet d'une consultation des professionnels des marchés, soit dans chaque pays, soit par le biais du Comité consultatif de l'OICV (voir infra, a), b) et c)).*

⁽⁴³⁾ *Voir infra, 3.*

⁽⁴⁴⁾ *Voir infra, 4*

a) La coordination des régulateurs boursiers face aux crises

Les représentants des autorités de régulation de 16 pays responsables de la surveillance des marchés à terme, dont la Commission des Opérations de Bourse au titre de la France, se sont réunis à Windsor au Royaume-Uni les 16 et 17 mai 1995. Ils ont passé en revue les conséquences récentes et les implications en matière de régulation du volume croissant des transactions internationales sur des marchés dérivés de plus en plus interdépendants du fait de participants communs et de produits liés. Cette réunion visait explicitement à tirer les leçons de l'incident intervenu deux mois et demi plus tôt à la Banque Barings.

Quatre questions ont plus particulièrement été abordées :

- ▲ La coopération entre les autorités de marché en matière d'échange d'informations sur les participants les plus importants, leur exposition aux risques et leur emprise sur le marché;
- ▲ La protection des positions et avoirs des clients afin de la rendre plus cohérente entre les différents marchés et différents pays et en vue de limiter les pertes des donneurs d'ordre lors de la défaillance d'un intermédiaire;
- ▲ Les procédures de défaillance des intermédiaires, en particulier le développement de règles de bonne conduite pour le traitement des positions, la rapidité de l'échange d'informations entre régulateurs lors d'une défaillance, et le cantonnement du problème chez le membre défaillant;
- ▲ Les modalités pratiques de la coopération entre régulateurs en situation d'urgence.

L'ensemble de ces sujets est approfondi par des travaux menés au sein de l'OICV ou sous ses auspices. La conférence annuelle qui s'est tenue à Paris, à l'invitation de la COB, du 9 au 13 juillet 1995 a été l'occasion de faire le point sur ces thèmes qui forment une préoccupation majeure des régulateurs financiers.

b) Le renforcement de la coopération et l'échange d'informations

Le Comité technique, après consultation du Comité des marchés émergents, a adopté des Notes d'orientation visant à aider les membres de l'OICV dans la mise en oeuvre de la "Résolution concernant l'adhésion aux principes fondamentaux de l'OICV concernant les normes réglementaires élevées, la coopération et l'assistance mutuelle", adoptée par le Comité des présidents lors de la Conférence précédente, à Tokyo. Cette démarche, dont il faut souligner l'importance et la nouveauté, amènera les membres de l'OICV à procéder à une auto-évaluation de leur capacité à coopérer, en détectant en particulier les obstacles juridiques à la coopération en matière d'enquêtes et à l'échange d'informations.

Des travaux se poursuivent d'autre part afin d'évaluer les mesures destinées à protéger, à l'échelle internationale, les intérêts et les avoirs des investisseurs victimes de fraude.

c) La sécurité de la commercialisation transfrontalière de produits de gestion collective

Le Comité technique a publié un rapport intitulé "Report on Investment Management" (Rapport sur la gestion collective), lequel reprend le document "Principles for the Regulation of Collective Investment Schemes and Explanatory Memorandum" (Principes de réglementation des organismes de placement collectif et note explicative), déjà approuvé à la dernière Conférence, ainsi qu'une nouvelle partie "International Comparative Analysis" (Analyse internationale comparative), qui passe en revue la réglementation de plusieurs membres de l'OICV concernant la gestion collective. Ces principes fournissent des orientations aux membres en ce qui concerne la réglementation des organismes de placement collectif. Les principes donnent également des orientations aux professionnels en ce qui concerne les normes que doivent respecter les organismes de placement collectif qui veulent faire appel aux marchés internationaux.

■ les travaux en cours

Le Groupe de Travail n° 5 de l'OICV en charge de la gestion collective, visant à favoriser la commercialisation transfrontalière des "Collective Investment Schemes" (CIS) et à intensifier des échanges d'information, s'est réuni par trois fois en 1995 : les travaux ont visé à valider le projet d'accord mutuel entre autorités de régulation présenté par la COB et ses homologues des Pays-Bas et de Hong Kong, à en préciser le modus operandi mais aussi à engager une réflexion sur des nouveaux sujets.

Le projet d'accord de reconnaissance mutuelle présenté par la Commission a été validé à l'unanimité à la réunion de Stockholm, en juin 1995 :

- ▲ l'accord reposera sur les dix principes de Tokyo validés par le Comité des Présidents en juillet 1995 et concernera donc les produits d'épargne collective répondant aux critères requis ;
- ▲ la commercialisation transfrontalière de CIS se fera selon une procédure administrative allégée, assortie d'un mécanisme de communication d'information et de coopération entre autorités régulatrices, en vue d'assurer une surveillance appropriée des CIS commercialisés à l'étranger ;
- ▲ il appartiendra aux parties de préciser le champ d'application de l'accord, et de s'entendre sur le niveau de sécurité requis pour le CIS ;
- ▲ l'accord comportera également un volet relatif aux procédures de coopération et d'échange d'information entre pays d'origine et pays d'accueil du fonds ;
- ▲ ce type d'accord, initialement "bilatéral", pourra être étendu à plusieurs juridictions et devenir ainsi "multilatéral" ;

Il est indispensable de préciser, s'agissant de la France, que les textes juridiques actuellement en vigueur sont compatibles avec ces mécanismes de reconnaissance mutuelle.

Les modalités d'exercice de la procédure de reconnaissance mutuelle ont été précisées :

Elles opèrent une distinction selon la nature du souscripteur.

- ▲ Dans le cas d'un placement du CIS auprès d'un large public : l'accord comportera des dispositions précises concernant le contenu du prospectus et les modalités d'échanges d'information entre autorités du pays d'origine et du pays d'accueil. Un certificat de conformité du CIS sera délivré par le régulateur du pays d'origine et pris en compte par le régulateur du pays d'accueil. C'est la technique du "passeport".
- ▲ Dans le cas d'un placement restreint, auprès d'investisseurs professionnels, dans le cadre d'une activité de gestion sous mandat, qu'elle soit collective ou sous une forme individualisée : les dispositions de l'accord quant à la politique d'investissement du CIS et à la coopération en matière d'échange d'informations pourraient être moins contraignantes. En terme de procédure, l'investissement dans des CIS sera libre pour autant qu'ils aient été préalablement agréés dans leur pays d'origine selon les dispositions réglementaires renvoyant aux principes de l'OICV.

Les réunions de Stockholm et d'Amsterdam ont enfin permis de dégager de nouveaux sujets de réflexions.

Trois sujets ont ainsi été retenus par le Comité Technique, en cohérence avec les objectifs définies par la réunion de Windsor, les 16 et 17 mai dernier :

- ▲ la coopération entre régulateurs en période de crise. Une solution communément admise consisterait à confier aux autorités de régulation de la société de gestion le soin de recueillir des informations précises a priori sur les pays de distribution du CIS, afin de pouvoir informer en temps utile les autorités du pays d'accueil du cas de difficultés ;
- ▲ la protection des dépôts liquides du CIS : une solution envisageable serait de privilégier l'approche par la division des risques en l'appliquant à l'ensemble des titres liquides émis par une même contrepartie ;
- ▲ le recours aux sous dépositaires et l'exercice des responsabilités en cas de défaillance de celui-ci.

Ces trois points devraient constituer les principaux points de discussion des réunions du groupe en 1996.

3 - LA COOPÉRATION ENTRE LE COMITÉ TECHNIQUE ET L'INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARD COMMITTEE (IASC) : L'HARMONISATION COMPTABLE INTERNATIONALE

Les entreprises françaises ou étrangères recourent de manière croissante au marché international de capitaux. De ce fait, l'utilisation d'un langage comptable commun est devenue de plus en plus nécessaire pour les entreprises faisant appel public à l'épargne.

Un référentiel internationalement reconnu permettrait en effet à celles-ci de n'établir qu'un seul jeu de comptes, ce qui présente des avantages tant en termes de coûts et de comparabilité qu'en termes de crédibilité vis-à-vis des utilisateurs de comptes.

La COB, au travers de l'OICV, soutient depuis de nombreuses années les travaux d'harmonisation entrepris par l'International Accounting Standard Committee (IASC). En effet, l'IASC permet d'associer la totalité des pays industrialisés au processus d'élaboration de normes d'établissement des comptes consolidés qui dépassent les différences juridiques et fiscales entre les différents pays ; en outre, cette organisation fournit des conventions communes d'établissement des états financiers. En cela, les normes IAS sont le gage d'une plus grande indépendance et permettent de mieux assurer la nécessaire homogénéité des comptes consolidés.

La participation des membres de l'Union Européenne dont la France, aux travaux de l'IASC permet de veiller à la cohérence des solutions retenues, tout en préservant les intérêts de l'économie française et la clarté des informations publiées à l'intention des marchés financiers. Cette participation constitue la seule alternative possible à l'adoption de règles comptables qui mettraient les sociétés dans la dépendance de décisions discrétionnaires d'autorités étrangères.

L'année 1995 a vu des avancées significatives en matière d'harmonisation comptable internationale, tant au niveau de l'International Accounting Standards Committee (IASC) et de l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (OICV) que de la Commission Européenne :

- ▲ détermination d'un calendrier commun de l'IASC et de l'OICV,
- ▲ reconnaissance de 14 normes de l'IASC par l'OICV,
- ▲ engagement marqué de la Commission Européenne aux côtés de l'IASC.

La Commission des opérations de bourse, membre de l'OICV, présente auprès de l'IASC et de la Commission Européenne, considère que le processus d'harmonisation engagé par l'IASC figure parmi ses priorités.

Plusieurs actions de l'OICV sont de nature à favoriser cette harmonisation internationale ; celles-ci s'inscrivent à différents niveaux :

- ▲ détermination du cadre de travail et validation des résultats des travaux de l'IASC,
- ▲ participation à l'harmonisation des normes de l'IASC et de la législation européenne,
- ▲ participation à l'harmonisation de l'IASC et de la législation française.

a) Des actions relatives au cadre de travail et aux résultats des travaux de l'IASC

La reconnaissance des normes de l'IASC par l'OICV en favorise l'application. Dans cette optique, l'OICV, se prononce progressivement sur les 30 thèmes-clés, déterminés conjointement en octobre 1993, qui constituent "les éléments essentiels d'un ensemble raisonnablement complet de normes comptables" ("core standards"). Deux décisions intervenues en 1995 font clairement ressortir l'irréversibilité du processus d'harmonisation internationale de l'IASC :

- ▲ d'une part, la reconnaissance d'un ensemble significatif de normes de l'IASC :

Lors de sa 20^{ème} conférence annuelle, réunie à Paris en juillet 1995, l'OICV a indiqué "que, outre la norme sur les tableaux de trésorerie, 14 des normes internationales existantes ne nécessitaient pas d'amélioration supplémentaire, pourvu que les autres normes fondamentales soient finalisées de manière satisfaisante" (voir tableau).

- ▲ d'autre part, la mise en place d'un calendrier conjoint, véritable "compte à rebours" pour l'application des normes de l'IASC. Ce calendrier prévoit l'adoption progressive des normes nouvelles ou révisées, d'ici à l'an 2000.

Dans le cadre du calendrier conjoint, l'IASC procède actuellement à la révision et à l'élaboration des normes qui permettront d'achever la réalisation du référentiel de l'IASC.

La COB et l'OICV, présentes en tant qu'observateurs au Comité consultatif et dans plusieurs groupes de travail de l'IASC, ont pu de cette manière exprimer les positions des régulateurs et les spécificités nationales.

Sur le plan national, la COB recherche une meilleure coordination de l'expression française. C'est pourquoi elle est favorable à toutes solutions facilitant l'application, par les entreprises françaises des normes de l'IASC.

Dans cette optique, la COB, dans un courrier du 19 mai 1995, a déclaré que la proposition de l'Association Française des Entreprises Privées (AFEP) de reporter de deux ans l'application des nouvelles normes de l'IASC ne soulevait pas d'objection de sa part.

Dans l'intervalle, pour les comptes des exercices 1995 et 1996, il appartient aux entreprises concernées de préciser, dans leurs documents à destination du public, les normes dont l'application est ainsi différée.

Rappelons qu'il peut s'agir des normes ayant fait l'objet du projet de réduction d'options E 32 et des normes portant sur les impôts différés (IAS 12 révisée), les actifs incorporels (ED 50) et les instruments financiers (IAS 32 et E 48).

b) Une participation à l'harmonisation des normes et de la législation européenne

Au niveau européen, l'absence d'une position commune a jusqu'à maintenant empêché l'Union Européenne de jouer un rôle effectif dans les organisations internationales qui traitent des questions comptables.

En outre, les comptes établis suivant les directives et les lois nationales ne satisfont pas aux normes américaines et ne sont pas reconnus par les Etats-Unis.

Compte tenu des difficultés rencontrées, l'Union Européenne a décidé d'appuyer le processus d'harmonisation de l'IASC.

Cette décision s'est traduite en 1995 :

- ▲ d'une part, par l'abandon de l'idée de créer un organisme européen de normalisation comptable ;
- ▲ d'autre part, par la constitution, en fin d'année, d'un Comité d'urgence chargé, au sein du Comité de contact, d'examiner la conformité des normes de l'IASC avec les directives, en concertation avec les régulateurs européens.

La COB assure aux côtés du CNC la représentation de la France au sein de ce Comité, considère que les travaux du Comité de contact doivent porter en priorité sur les comptes consolidés des grandes entreprises, en particulier des sociétés faisant appel public à l'épargne.

La Commission européenne estime que peu de difficultés devraient résulter de cet examen, qui sera réalisé en 1996. Les divergences mineures seraient traitées par une interprétation large des directives, l'IASC se déclarant, pour sa part, prêt à réexaminer les normes qui ne seraient pas en conformité avec les directives, qui pourraient être modifiées si cela s'avérait nécessaire.

Selon la Commission européenne, la situation devient en revanche plus difficile si l'on tient compte des options telles qu'elles ont été transposées en droit national ; en effet, du fait que les législations nationales ne font pas usage de toutes les options offertes par les directives, une norme IAS conforme aux directives peut néanmoins enfreindre la législation nationale. C'est pourquoi les travaux entrepris au niveau européen doivent être complétés par une large réflexion au niveau national.

c) Une participation à l'harmonisation des normes et de la législation française

En France, il convient de favoriser l'application des normes de l'IASC et d'éviter la diversification des référentiels.

En effet, la situation ambiguë qui résulte d'une multiplicité de référentiels est préjudiciable à la crédibilité des états financiers des entreprises et pose également des problèmes croissants pour les commissaires aux comptes et les marchés financiers.

Trois types d'actions concourent à harmoniser les systèmes comptables, et donc à réduire ces difficultés :

- compléter l'examen entrepris au niveau européen, lorsque les législations nationales ne font pas usage de toutes les options offertes par les directives,
- rapprocher les normes comptables françaises avec les règles internationales élaborées au sein de l'IASC, c'est-à-dire :
 - ▲ exprimer les positions et spécificités françaises au niveau de la Commission européenne et de l'IASC,
 - ▲ tenir compte des travaux réalisés au niveau international pour compléter le référentiel français.
- prévoir d'accompagner l'évolution du référentiel de l'IASC.

Sur ces points, selon une déclaration du 10 juillet 1995 du Ministre de l'Economie, le Comité de réglementation comptable "devrait permettre de manière harmonieuse de rapprocher les normes comptables françaises avec les règles internationales élaborées au sein de l'IASC".

Dans le même sens, le ministre a précisé que le Comité de la Réglementation Comptable (CRC) pourrait "reconnaître les normes internationales, dérogatoires par rapport aux règles comptables françaises, auxquelles pourraient cependant recourir les entreprises qui ont besoin de se présenter sur les marchés internationaux de capitaux".

Comme au plan européen, les travaux réalisés au niveau national devraient porter en priorité sur les comptes consolidés des grandes entreprises, en particulier des sociétés faisant appel public à l'épargne ; ils devraient en outre tenir compte des options de l'IASC compatibles avec les règles françaises.

Des prises de position en faveur des normes de l'IASC se manifestent de façon pratique au travers de certains avis du CNC portant sur le référentiel de l'IASC : le dernier en date (avis 94-03 décembre 1994 Bulletin 101) accepte que la révision des normes IAS puisse entraîner, sous certaines conditions, un changement de méthode comptable dans les comptes français.

Au-delà du rôle dévolu au normalisateur, la COB relève avec intérêt les actions poursuivies par les organisations professionnelles pour développer leur engagement auprès de l'IASC, actions qui sont de nature à renforcer le poids de la France et de la CEE au niveau international.

CALENDRIER INDICATIF ET PRÉVISIONNEL DE L'APPLICATION DES NORMES DE L'IASC *

NORMES	THEMES-CLES	au 1.1.1994	au 1.1.1995	au 1.1.1996	au 1.1.1997	au 1.1.1998	au 1.1.1999
IAS 1,5,13 révisées	Présentation des états financiers					<i>ias</i>	
IAS 2	Stocks		<i>oicv</i>				
IAS 4 révisée	Dépréciation						<i>ias</i>
IAS 7	Tableaux des flux de trésorerie	<i>oicv</i>					
IAS 8	Résultat net de l'exercice, erreurs fondamentales et changements de méthodes comptables		<i>oicv</i>				
IAS 9 révisée	Frais de recherche et développement					<i>ias</i>	
IAS 10 révisée	Eventualités et événements postérieurs la clôture						<i>ias</i>
IAS 11	Contrats de construction		<i>oicv</i>				
IAS 12 révisée	Impôts sur les bénéfices					<i>ias</i>	
IAS 14 révisée	Information financière par segment					<i>ias</i>	
IAS 16	Immobilisations corporelles		<i>oicv</i>				
IAS 17 révisée	Comptabilisation des contrats de location					<i>ias</i>	
IAS 18	Revenus		<i>oicv</i>				
IAS 19 révisée	Coût des prestations de retraite					<i>ias</i>	
IAS 20	Comptabilisation des subventions publiques et informations à fournir sur l'aide publique		<i>oicv</i>				
IAS 21	Effets des variations des cours des monnaies étrangères		<i>oicv</i>				
IAS 22	Regroupements d'entreprises		<i>oicv</i>				
IAS 23	Charges d'emprunts		<i>oicv</i>				
IAS 24	Information concernant les parties liées		<i>oicv</i>				
IAS 25 révisée	Comptabilisation des placements						<i>ias</i>
IAS 27	Comptes consolidés et comptabilisation des participations dans les filiales		<i>oicv</i>				

* après changements approuvés par le Board de l'IASC fin Mars 1996.

NORMES	THEMES-CLES	au 1.1.1994	au 1.1.1995	au 1.1.1996	au 1.1.1997	au 1.1.1998	au 1.1.1999
IAS 28	Comptabilisation des participations dans les entreprises associées		<i>oicv</i>				
IAS 29	Présentation des comptes dans les économies hyperinflationnistes		<i>oicv</i>				
IAS 31	Information financière relative aux participations dans des coentreprises		<i>oicv</i>				
IAS 32	Instruments financiers, information et présentation			<i>ias</i>			
E 48	Instruments financiers ; comptabilisation et évaluation						<i>ias</i>
E 50	Actifs incorporels					<i>ias</i>	
E 52	Résultats par action					<i>ias</i>	
-	Situations intermédiaires						<i>ias</i>
-	Opérations discontinues						<i>ias</i>

▲ Les dates indiquées sont les dates d'entrée en application ; pour les normes à venir, il s'agit par hypothèse, du 1er janvier de l'année suivant l'approbation par l'IASC, les dates étant dans ce cas soumises à modifications, selon l'avancement des travaux de l'IASC et de l'OICV.

▲ Dans le cas de révision, le tableau indique les dates d'entrée en application des normes révisées ; il est précisé que, dans l'attente, les normes anciennes restent en vigueur.

▲ **Légende :**

oicv ___ : norme acceptable selon l'OICV et pouvant faire l'objet d'un différé d'application (avec période de différé)

oicv ____ : période d'application pour les normes acceptables selon l'OICV et ne pouvant pas faire l'objet d'un différé d'application (pour les entreprises utilisant le référentiel IASC)

ias ____ : période d'application des normes nouvelles ou révisées

_____ : période d'application

4 - LA COOPÉRATION ENTRE LE COMITÉ TECHNIQUE ET LES RÉGULATEURS BANCAIRES

L'intensification des actions entreprises en commun avec le Comité de Bâle des régulateurs bancaires était un des objectifs majeurs de l'OICV que la COB avait encouragé et souligné dans son rapport annuel de 1994. Cette collaboration s'est en 1995 sensiblement approfondie dans le domaine de la maîtrise des risques associés aux produits dérivés et s'est étendue aux réflexions en matière de règles de capital. Il faut enfin mentionner les travaux relatifs aux conglomérats financiers, pour lesquels le Comité technique et le Comité de Bâle se sont associés aux régulateurs des assurances.

a) La maîtrise des risques sur produits dérivés

Deux domaines ont fait l'objet de recommandations nouvelles: la notification des activités aux régulateurs; la diffusion publique des informations.

■ La notification

Un rapport commun aux deux comités a été publié le 16 mai 1995 accompagné d'un communiqué de presse.

Le 27 juillet 1994, l'OICV et le Comité de Bâle avaient déjà rendu publics deux rapports sur le contrôle interne, élaborés séparément mais qui avaient été jugés suffisamment convergents pour faire l'objet d'une présentation simultanée et d'un communiqué de presse commun. Il avait été alors annoncé une poursuite des travaux dans les domaines d'intérêt commun⁽⁴⁵⁾. C'est dans cette perspective que se situe le rapport sur la notification. Il s'agit toutefois d'un mode de coopération encore plus approfondi, fruit d'un travail commun effectué en amont par les groupes de travail. La procédure traduit la profonde convergence de vue des deux organismes sur le sujet. Elle doit en outre s'analyser comme un signal fort adressé aux opérateurs que l'action des régulateurs sera indépendante du statut adopté, dans les différents pays, par les intermédiaires.

La première partie du rapport se veut une liste aussi exhaustive que possible des éléments d'information qu'un contrôleur peut demander, ou peut s'attendre à trouver à sa demande chez un intermédiaire. Il ne s'agit pas là d'un cadre contraignant mais d'une sensibilisation des régulateurs aux problèmes de la notification de l'information et d'une tentative d'harmonisation des méthodes de mesure des risques. Les risques sont répartis en quatre grandes catégories traditionnelles (crédit, liquidité, marché, revenus). Le rapport fait mention des caractéristiques nécessaires aux modèles d'évaluation des risques lorsque les intermédiaires les utilisent. Il a été tenu compte, dans la mesure du possible, de l'information déjà disponible chez les intermédiaires. Les régulateurs pourront s'y référer et la mettre en oeuvre à leur rythme.

La seconde partie du rapport est plus ambitieuse encore. Elle définit un sous-ensemble d'informations issu de la première partie. Son objectif est moins le calcul des risques que l'identification des principaux acteurs sur les marchés dérivés. Ce cadre minimum har

Avec un socle commun sur la notification d'informations, les régulateurs auront les moyens pour envisager d'autres étapes de la surveillance internationale. C'est à partir de la connaissance qu'ils auront de ces activités que les autorités pourront mettre en place des règles relatives à la diffusion publique des informations, des normes prudentielles, et que les principaux marchés seront à même de renforcer leur sécurité.

⁽⁴⁵⁾ Cf. *Rapport annuel 1994* p. 310

■ La diffusion publique des informations

En novembre 1995, un pas supplémentaire a été franchi avec un nouveau rapport sur la publication des informations relatives à l'activité sur produits dérivés des intermédiaires. Le rapport comporte deux aspects:

1. Une étude des pratiques constatées dans les pays membres par les différents types d'établissements. Cette étude a été menée à partir des rapports annuels des banques commerciales et entreprises d'investissement cotées. Des progrès significatifs ont été notés sur les deux dernières années dans la qualité et la quantité d'informations diffusées. Les banques françaises se situent très favorablement dans cette comparaison internationale. Ces progrès ne se substituent cependant pas aux efforts qui sont entrepris par ailleurs, au plan national et international, pour promouvoir des règles comptables harmonisées.

2. Le rapport fait par ailleurs des recommandations pour améliorer cette information:

▲ l'information qualitative pourrait être mieux nourrie par des considérations relatives à la politique de gestion des risques de marché (objectifs, fixation de limites, modèles internes d'évaluation des risques...);

▲ l'information quantitative mériterait d'être complétée sur divers points: revenus détaillés des diverses activités de marché, pertes effectives et potentielles sur les différents produits, niveau d'exposition aux risques...

Toutefois, les résultats obtenus à ce jour apparaissent tout à fait encourageants et le Comité Technique de l'OICV comme le Comité de Bâle invitent les professionnels à poursuivre dans cette voie.

b) Les règles de capital

■ Actualisation des propositions des régulateurs bancaires

En avril 1993, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire avait diffusé un ensemble de propositions d'ordre prudentiel concernant la compensation, les risques de marché et le risque de taux d'intérêt, en invitant les banques et autres participants des marchés des capitaux à lui faire part des commentaires qu'il suscitait. L'un de ces documents, intitulé "Traitement prudentiel des risques de marché", présentait un dispositif destiné au calcul des exigences de fonds propres pour les risques de marché encourus par les banques.

Les professionnels ont en particulier exprimé l'idée que les risques de marché encourus par les principaux intervenants étaient aujourd'hui trop complexes pour être appréhendés par un système de mesure reposant sur des hypothèses simplificatrices concernant l'interaction des divers paramètres et ne tenant pas suffisamment compte de caractéristiques de prix non-linéaires. Le Comité de Bâle a intégré ces remarques dans une nouvelle série de propositions faites en avril 1995 et adoptées à la fin de l'année 1995 et ont été traduites par un Amendement de l'Accord de 1988 publié en janvier 1996.

Une modification importante par rapport aux propositions d'avril 1993 a consisté à offrir une option: il est désormais possible d'utiliser soit les modèles internes de mesure des risques de marché, soit une version un peu amendée du dispositif standardisé. Les conditions d'utilisation des modèles internes comprennent des critères qualitatifs et quantitatifs. Les critères qualitatifs exigent que la banque soit dotée d'une unité indépendante de contrôle des risques, à laquelle la direction générale participe activement, que le modèle soit étroitement intégré aux procédures quotidiennes de gestion des risques et qu'ait été mis en place un programme rigoureux de simulation de crises à intervalles réguliers. Les banques doivent en outre disposer d'un processus de vérification du respect des conditions imposées et faire effectuer régulièrement une analyse indépendante du système de gestion des risques et du modèle de mesure. Des procédures internes de validation du dispositif de mesure sont également indispensables, de même qu'un agrément externe.

Les critères quantitatifs imposent un calcul quotidien de la perte potentielle sur la base d'un niveau de confiance de 99% et d'une période minimale de détention de dix jours ouvrés. La période d'observation doit durer un an au minimum. Les banques auront toute latitude pour admettre des corrélations empiriques au sein des grandes catégories de risques et entre ces catégories. Les modèles devront par ailleurs appréhender avec précision les risques particuliers liés aux options.

L'exigence de fonds propres correspondra à la valeur la plus élevée entre les deux suivantes:

- ▲ perte potentielle pour le jour précédent;
- ▲ moyenne des pertes potentielles sur les soixante derniers jours ouvrés, pondérée par le facteur de multiplication spécifié par l'autorité prudentielle nationale conformément aux indications précisées au paragraphe suivant.

Le facteur de multiplication sera fixé par les autorités de tutelle à partir de leur évaluation de la qualité du modèle interne de l'établissement et ne devra pas être inférieur à un minimum absolu de 3. Toutefois, en évaluant l'utilisation des modèles internes aux fins prudentielles, le Comité de Bâle a été très attentif à la nécessité de préserver la liberté d'action des banques tout en les incitant à améliorer leur modèle au rythme de l'évolution des marchés des capitaux et de la technologie.

Les régulateurs bancaires membres du Comité de Bâle s'engagent à mettre en oeuvre ces dispositions dès le 1^{er} janvier 1998.

■ L'interprétation de la Directive sur l'adéquation des fonds propres

La Directive européenne sur l'adéquation des fonds propres du 15 mars 1993 a fixé le cadre prudentiel des banques et intermédiaires de marché nécessaire à la réalisation du marché unique des services financiers. Elle doit être transposée dans le droit interne des Etats membres le 1^{er} janvier 1996, soit en même temps que la Directive sur les services d'investissements. Le dispositif prévu par le texte de 1993 prévoit une couverture des risques contrepartie, de règlement-livraison, et de marché. Pour ces derniers, elle individualise les risques par catégorie (taux, position, change) et distingue entre le risque spécifique et le risque général de marché pour les risques de taux d'intérêt et de position action. Ce dispositif est comparable à l'approche standard proposée par le Comité de Bâle en avril 1993, tout en le complétant sur les risques de règlement-livraison. Il ne prévoyait donc pas la prise en compte des modèles internes d'évaluation des risques dont le développement est en partie postérieur. Il a donc fallu tenir compte de ces évolutions. La directive a fait l'objet de dispositions interprétatives autorisant l'usage des modèles internes à des fins de calcul des

exigences de fonds propres et sous certaines conditions. Les conditions qualitatives sont les mêmes que celles des propositions de Bâle ainsi que les paramètres retenus (évaluation quotidienne, calcul de la valeur exposée du risque sur 10 jours, intervalle de confiance de 99%, estimation sur une période d'un an au moins, mise à jour trimestrielle).

Pour l'exigence en fonds propres, la règle est sensiblement plus contraignante. Les établissements qui souhaitent utiliser des modèles internes devront en permanence respecter le plus élevé de ces trois critères :

- ▲ charge en capital telle qu'elle résulte des dispositions "standard" de la directive, soit sans prise en compte des modèles;
- ▲ trois fois le niveau des risques calculé par le modèle interne de l'établissement;
- ▲ le niveau des risques calculé par le modèle interne affecté d'un coefficient représentant, à une date de référence proche, le rapport entre le capital tel qu'il résulterait de l'application des dispositions standard et celui qui découlerait de l'approche modèle. Cette dernière disposition constitue un garde-fou contre des évolutions surprenantes et brusques des résultats des modèles.

C'est au total une approche conservatrice qui a été retenue dans cette première phase de mise en oeuvre de la directive dans la mesure où elle doit intervenir deux ans avant l'application du dispositif bâlois. L'idée est d'éviter aux établissements de faire des investissements lourds que la généralisation de l'approche modèle aurait rendu obsolète, tout en restant prudent sur les paramètres retenus.

■ Les travaux de l'OICV

Le Comité technique de l'OICV a pris acte de ces évolutions et a cherché à en évaluer les conséquences pour le régulateur de marché. Un document intitulé "les conséquences pour le régulateur de marchés de l'utilisation accrue par les intermédiaires de marché de modèles de mesure d'exposition au risque" a été publié par le Comité technique en juillet 1995.

Ce document résume les questions à prendre en considération par les régulateurs de marché dans la surveillance des intermédiaires et considère en particulier quelques unes des conséquences de l'établissement de règles de capital fondées sur l'apport de modèles internes.

Le document explique comment sont établis les modèles de mesure d'exposition au risque. Il expose la différence entre le calcul de mesure d'exposition au risque, qui est fondé sur l'hypothèse que les événements dans l'avenir sont analogues à ceux du passé, et les résultats des tests en situation de crise qui tiennent compte des pertes éventuelles qu'un intermédiaire de marché peut subir des situations extrêmes. Ce document souligne le rôle que les modèles devraient jouer en tant qu'élément essentiel des procédures de contrôle des risques d'un intermédiaire de marché et met l'accent sur le lien important qui existe entre l'utilisation réelle de modèles de mesure d'exposition au risque et les procédures de contrôles interne d'un intermédiaire de marché.

Il souligne également l'importance pour les régulateurs d'analyser les résultats des transactions d'un intermédiaire de marché en les comparant aux calculs de mesure d'exposition au risque afin de se faire une opinion sur l'efficacité de l'utilisation du modèle.

Le rapport envisage les conséquences que les régulateurs de marché peuvent tirer de la reconnaissance de l'apport des modèles de mesure d'exposition au risque pour le calcul des exigences de capital pour la couverture des risques de marché.

Le document mentionne la possibilité de voir les intermédiaires de marché être incités à rechercher des modèles qui sont plus à même de réduire le montant de leurs exigences de capital plutôt que ceux qui permettent un meilleur contrôle du risque. Il note aussi le problème auquel les régulateurs ont à faire face lorsqu'ils fixent le montant des réserves supplémentaires de capital que les intermédiaires de marché devraient être obligés de détenir, en plus de ce qui résulte du calcul par les modèles, afin de couvrir les risques liés à des événements contraires de marché exceptionnellement importants qui ne sont pas appréhendés par les modèles.

Les autres questions étudiées sont notamment :

- ▲ le besoin des régulateurs de préciser certains des paramètres des modèles qui doivent être utilisés pour calculer le ratio prudentiel de capital exigible;
- ▲ les conséquences à tirer pour les régulateurs, du fait que les modèles donnent des résultats plus favorables pour les portefeuilles les plus importants, et
- ▲ les conséquences à tirer en termes de ressources pour les régulateurs du fait qu'ils auront à approuver les modèles.

Le document note enfin que le Comité de Bâle a invité l'OICV à lui faire part de ses observations sur ces propositions d'avril 1995 sur le capital nécessaire à couvrir le risque de marché. Il propose d'aller plus loin en menant un travail conjoint entre l'OICV et Bâle sur la mise à l'essai des modèles.

Il propose aussi que la réflexion soit approfondie sur l'élaboration de normes de référence à faire adopter par les intermédiaires de marché qui souhaitent utiliser les modèles de mesure d'exposition au risque à des fins prudentielles. Cependant, à la lumière des réflexions résumées dans ce document, de l'importance majeure des exigences de capital pour couvrir le risque de marché, du manque de données relatives à la fiabilité de ces modèles en pratique et de la nécessité d'attendre les résultats des initiatives actuelles telles que celles du groupe d'orientation des dérivés aux Etats-Unis, ce document note que le Comité technique n'estime pas opportun à l'heure actuelle d'établir un calendrier de passage à l'utilisation des modèles pour mesurer les exigences de couvertures des risques de marché applicables aux intermédiaires de marché.

c) La surveillance des conglomérats financiers

Un groupe tripartite informel (formé de membres du Comité technique de l'OICV, du Comité de Bâle et de l'*International Association of Insurance Supervisors*) a mené des travaux concernant le contrôle des conglomérats financiers, question qui fait l'objet d'une résolution de l'OICV adoptée en 1992. Au cours de la Conférence annuelle de Paris, le Comité technique a approuvé la prochaine publication du rapport définitif de ce groupe informel, avec une préface commune, et a accepté de participer à un forum tripartite, qui poursuivra les travaux sur les questions pratiques dans ce domaine.

Index des mots cités dans le rapport

Cet index regroupe les noms communs et noms propres cités dans le rapport, à l'exclusion des annexes.

Les numéros de page renvoient aux pages de la synthèse et du rapport⁽¹⁾.

⁽¹⁾Certains mots souvent cités (action, bourse, cote, Commission des opérations de bourse, valeurs mobilières par exemple) ont été volontairement omis de l'index, ou n'ont été retenus que pour leur références les plus significatives.

A

- Abacus Finance (société) : 130
- ACCOR (groupe) : 27, 140
- Accords :
- sur les services financiers : 184
 - d'échange d'informations : 185
- Acquisition :
- écarts d' : 107
- Actifs incorporels : 18
- identifiables : 18, 105
 - non identifiables : voir aussi acquisition
- Actionnaire : 39, 95
- minoritaire : 129
 - assemblées générales des - : 95
 - droit des - : 39
 - protection des - : 39, 125
- Actionnariat :
- développement de l' : 95
- ADAM : voir association pour la défense des actionnaires minoritaires
- Administrateurs : 14
- indépendants : 45
 - réciproques : 45
- AFB : voir association française des banques
- AFEP : voir association française des entreprises privées
- Agrément : voit aussi COB
- retrait d' : 162
- Amortissement : 107
- ANSA : voir association nationale des sociétés par actions
- Appel public à l'épargne : 123
- ARJIL GESTION (société) : 150, 23
- ASFFI : voir association française des fonds et sociétés d'investissement et de gestion d'actifs financiers
- ASPIM : voir association professionnelle des SCPI
- Assemblées générales : 98
- Assistance :
- mutuelle : 144
- Association :
- des spécialistes de valeur du trésor : 80
 - française des fonds et sociétés d'investissement et de gestion d'actifs financiers : 23, 49, 56, 63
 - française des banques : 56
 - française des entreprises privées : 40, 200
 - nationale des sociétés par action : 78
 - professionnelle des SCPI : 117
 - pour la défense des actionnaires minoritaires : 132
- Assurance
- vie : 96
 - entreprise d' : 96, 116
 - compagnie d' : 42
- Attestation d'équité : 42

B

Bac Conseil (société) : 150

Balo : 9

Banco Ambrosiano : 57

Banque :

- Arbitrage de crédits : 150
- Arjil : 29, 150
- Barings : 54, 57, 72, 196
- Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest : 186
- Colbert : 130
- Commerciale Privée : 167
- Daiwa : 54, 72
- Dumenil Leblé : 29, 150
- de France : 35, 78, 95, 178
- de l'Union Européenne : 152
- ING : 72
- Pallas Stern : 72, 92, 136, 167
- Populaire du Nord : 135

BCCI : 57

Beaux-Sites (société) : 153

BELFOX : voir Belgium futures and options exchange

Belgium futures and options exchange : 30, 183

Biens divers : 182

Blocs

- normaux : 8, 75
- structurants : 8, 76

C

Caisse Centrale des Banques Populaires : 136

CBV : voir Conseil des Bourse de Valeurs

CCBP : voir Caisse Centrale
des Banques Populaires

CDR : voir consortium de réalisation

CENA : voir Comité d'examen
national d'activité

CEPRA : voir Comité d'examen
pluri-régional d'activité

Cercle de liaison des informateurs
financiers en France : 16

CLIFF : voir cercle de liaison
des informateurs financiers en France

CMT : voir conseil du marché à terme

CNC : voir Conseil national de la comptabilité

CNPF : 40

COB : voir aussi activité professionnelle, décision, OPCVM

- action de la - : 35
- activité de la - : 7
- agréments de la - : 177
- budget de la - : 57
- conseil scientifique de la - : 88
- enquêtes de la - : 27, 139
- règlements de la - : 9
- sanctions de la - : 11, 139, 146
- surveillance de la - : 27
- visa de la - : 9, 82, 125, 131, 178

Coface : 177

Comité :

- d'audit : 52
- d'examen national d'activité : 20, 119, 122
- d'examen pluri-régionale d'activité : 20, 119, 122
- de Bâle : 183
- des marchés émergents : 196
- de réglementation bancaire : 30
- de réglementation comptable : 201
- des valeurs mobilières : 194
- professionnel de doctrine comptable : 120
- consultatif : 81
- de normalisation obligataire : 80

Commissaires aux comptes : 51

Commission :

- Australian securities - : 30, 125
- bancaire : 166
- de l'actionariat individuel : 77
- des finances du Sénat : 40
- européenne : 191

Communiqués :

Banque des - : 16, 37

Compagnie :

- Immobilière Phénix (société) : 12, 149
- financière de Paribas : 134
- des machines Bull : 125
- nationale des commissaires aux comptes : 51, 119, 166

Compensateur : 81

Comptable :

- harmonisation - internationale : 33, 53
- méthodes - : 17, 104
- normalisation - : 50, 101
- référenciel - étrangers : 18, 105

Comptes :

- consolidés : 19, 105
- sociaux : 113
- arrêté des - : 113
- fiabilité des - : 20, 122

Conglomérats financiers : 208

Conservation des titres : voir titre

Conversion

Ecart de - : 110

Conseil :

- d'administration : 42, 44
- des bourses de valeurs : 8, 76, 79, 127, 188
- de discipline des OPCVM : 29, 142, 150, 165
- du marché à terme : 8, 85, 188
- des marchés financiers : 35
- nationale de la comptabilité : 33, 35, 101, 107, 114, 119, 200
- de l'union européenne : 190

Conservation des titres : voir titres

Consolidation :

périmètre de - : 18, 109

Consortium de réalisation (société) : 130

Contrat :

- d'option : 85
- financiers : 71
- de marchandises : 71

Coopération :

- bilatérale : 31, 185
- internationale : 30, 143, 183
- multilatérale : 31, 188

Coupon

détachement du - : 137

Cour

- d'Appel : 13
- de Cassation : 15, 133, 134

Courtages : 162

Cotation :

nouveau système de - : 73

Cote officielle : 5, 71

Crédit Lyonnais (société) : 130

D

Délégués régionaux : 142

Démarchage : 28, 141

Déconsolidation :
opération de - : 110

Déontologie : 123, 163

Directive :
- concernant les services d'investissement : 6, 7, 26, 30, 35, 76, 80, 90, 143, 155, 159, 183
- sur l'adéquation des fonds propres : 30, 190, 206

Document
- d'information : 7, 82, 98
- de référence : 9, 17, 37, 102

DSI : voir directive concernant les services d'investissement

E

ECU : 78

Emission :
- de titre de capital : 69
- de titre de créance : 69

Enquêtes : voir COB

Enskilda (société) : 92

Epargne :
protection de l'- : 22
- collective : 182
- salariale : 171
gestion de l'- : 48

Espace économique européen : 31, 143

EUROCAC : 73, 77

Eurolist : 9, 191

Eurotunnel (société) : 27, 138, 140

F

FCC : voir fonds communs de créances

FCIMT : voir fonds communs d'intervention sur les marchés à terme

FCPE : voir fonds communs de placements d'entreprise

Financière du Nomade (société) : 130

Fonds communs :
- d'intervention sur les marchés à terme : 24, 175
- de créances : 24, 177
- de placement d'entreprise : 24, 156, 172
- de placement à risque : 24, 174
- non offerts au public : 166

Funiculaire du Pic du Grand Jer de Lourdes (société) : 130

Fusion : 43, 108, 114

G

Gestion :
- collective : 23, 48, 88
- de portefeuille : 28, 137
- pour compte de tiers : 48, 155, 159

Globex : 85

Guillard Musiques (société) : 130

H

Hors-cote : voir aussi marché
inscription au - : 129

Hubert Industries (société) : 13, 148

HFP (société) : 13, 148

I

IASC : voir International Accounting Standards Committee

IBCA notation SA (société) : 89

Indice

- CAC40 : 5, 70
- Dow Jones : 5, 70
- Nikkei : 70
- SBF 120 : 102

Information :

- comptable : 19
- inexacte : 139
- périodique : 9, 17, 103
- permanente : 9, 16, 84, 102, 140
- trompeuse : 139
- échanges d' : 143, 185

Infractions : 139

Initiés

délits d' : 140, 153

International Accounting Standards Committee : 33, 198

Introducteur teneur de marché : 7, 80

Introduction :

- sur le second marché : 127

Intermédiation boursière : 92

Investisseurs

- averti : 23, 37, 167
- protection des - : 39

ITM : voir introducteur teneur de marché

L

Lagardère (groupe) : 27, 140

La Ruche méridionale (société) : 152

Le Portz :

rapport - : 51, 132

LIFFE : voir London international futures and options exchange

London international futures and options exchange : 183

M

Marché : voir aussi valeurs mobilières

- à terme : 71
- de l'eurofranc : 70
- dérivés : 55, 71, 85
- des options négociables : 86
- du sucre blanc : 85
- émergents : 70
- étrangers : 183
- évolution du - : 69
- fonctionnement du - : 73
- hors-cote : 6, 129
- intégrité du - : 139, 185
- nouveau - : 7, 9, 80, 120
- primaire : 69
- second - : 5, 71
- secondaire : 70
- surveillance du - : 139
- transparence du - : 101

MATIF : 6, 54, 71

- SA : 56, 85, 166

Métrologie international (société) : 134

Minitel : 16, 102

Mise en vente : 127

MONEP : 6, 54, 72, 87

Moody's France SA (société) : 89

Motel 6 (société) : 28

N

Négociateur-courtier : 81

Négociation :

- blocs de titre : 8, 73, 75

New-York Stock Exchange : 187

Notation

agence de - : 56, 89

Note d'information : 16, 36, 178

Nouveau marché : voir marché, réglementation

NSC : voir cotation

O

OAT : voir obligations remboursables en actions

Obligations :

- assimilable du Trésor : 79

détenteur d' : 95

- remboursable en action : 134

Offre :

- publique : 129

-- d'achat : 43, 130

--- simplifiée : 130

-- d'échange : 134

-- de retrait : 132

-- de vente : 29

OICV : voir organisation internationale des commissions de valeurs

OMC : voir organisation mondiale pour le commerce

OPCVM : voir aussi FCP, SICAV, visites sur place, contrôle de portefeuille

- à vocation générale : 22, 163, 166

dépositaires d' : 164

détenteur d' : 96

encours des - : 155

enquêtes sur les - : 29, 142

étrangers : 176

- français spécifiques : 24

- monétaires : 155, 164

- particuliers : 174

réglementation des - : 23

Opérations :

- de pension : 168

- de restructuration : 42, 129

Options : voir aussi marché

plans d' : 40

Ordre :

- limité : 74

- à plage de déclenchement : 74

- à tout prix : 74

- tout ou rien (TOR) : 74

Orfimar (société) : 130

Organisation internationale des commissions

de valeurs : 30, 183, 194

comité technique de l' : 32, 195, 204

Organisation mondiale pour le commerce : 184

P

Pact Arbitrage (société) : 135

Pallas Stern : voir Banque

Parquet : voir transmission

Patrice Wargny SA (société) : 150

PEA : 97

Pechiney (groupe) : 31, 71, 125, 153

Placements :

- garantis : 127

Plaintes : 137

PONA : voir position nette acheteuse autorisée

Position nette acheteuse : 78

Privatisations : 29, 125, 141

Produits

- garantis : 156
- dérivés : 32, 89, 204

Prospectus : 9, 16, 83, 192

Provision : 112

Q

Quotité : 77

R

Radiation : 71

Ratios : 158

Recherche et Développement : 19, 111

Règles :

- prudentielles : 33, 167

Renault (société) : 29, 141

Règlement :

- mensuel : 77
- livraison : 78
- grande vitesse (RGV) : voir règlement livraison

Règlementation

- du nouveau marché : 7

Retraits obligatoires : 125

Restructuration : voir opération de restructuration

Risques :

- de marché : 54, 116

Rochefort Finances (société) : 143, 151

RM : voir règlement mensuel

S

Sanctions : voir COB

Saturne (système) : voir aussi règlement livraison

SBF (voir Société des Bourse Françaises)

SBS valeurs (société) : 89, 150

Scission : 114

SCMC : voir société de compensation des marchés conditionnels

SCPI : voir sociétés civiles de placement immobilier

SEC : 31, 90, 187

SEITA (société) : 71, 141

SFAF : voir société française des analystes financiers

SGP : voir sociétés de gestion de portefeuille

SGRB (société) : 150

SICOVAM SA : 78

SICAV : voir OPCVM

SNM : voir société du nouveau marché

Société :

- civiles de placements immobiliers : 20, 26, 28, 117, 142, 182
- de bourse : 6, 92, 140
- de compensation des marchés conditionnels : 56, 87, 166
- de gestion de portefeuille : 20, 25, 118, 141, 157, 161
- de gestion pour compte de tiers : 157
- des Bourses Françaises : 7, 56, 74, 95
- du Nouveau Marché : 7, 80
- françaises des analystes financiers : 16
- Générale (société) : 132
- Générale Alsacienne de Banque (société) : 132

Sofica : 182

Sofres : 95

Sogenal : voir société générale Alsacienne de Banque

Staff (société) : 92

STAMP : voir transactions

Standard & Poor's Corporation : 89

SUPERCAC : 73

Super FMP voir super fourchette moyenne pondérée

Super fourchette moyenne pondérée : 8, 76

T

Taux

- d'intérêt : 5

TBF : voir transfert Banque de France

Titres : voir aussi liquidité

- de créance : 5, 69, 79

conservation des - : 83

Titrisation : 178

Transaction :

volume des - : 70

système de - automatisée : 87

Transfert Banque de France : 78

Transmission :

- au parquet : 27, 139

Triangle Industries (société) : 153

Tribunal :

- de très grande instance : 135

- de grande instance : 135

Tuffier-Ravier-Py (société) : 135

U

UAP (société) : 29, 141

Union économique et monétaire ouest africaine : 186

Usinor-Sacilor (société) : 29, 71, 125, 131

V

Valeurs mobilières

marché des - : 69, 188

détenteur de - : 22, 95

Visa : voir aussi COB

- préliminaire : 82

Visites sur place : voir aussi OPCVM : 169

Viénot

rapport - : 44

W

Welcom International (société) : 11, 146

Le présent rapport a été arrêté et signé le 19 mars 1996 par M. Michel Prada, président de la Commission des opérations de bourse, et par MM. Pierre Rivière, Yves Chartier, André Delion, René Barbier de La Serre, Jean-François Lepetit, Hervé Hannoun, Jacques Bonnet de La Tour, Roger Papaz, membres du Collège. M. Michel Prada a eu l'honneur de le remettre à M. le Président de la République, en application de l'article 4 de l'ordonnance du 28 septembre 1967.



Aubin Imprimeur
LIGUGÉ, POITIERS



Immeuble du Pont Mirabeau
39/43 quai André Citroën 75739 Paris Cedex 15 - Tél. : (1) 40 58 65 65

ISBN : 2-9508424-2-9



Immeuble du Pont Mirabeau
39/43 quai André Citroën 75739 Paris Cedex 15 - Tél. : (1) 40 58 65 65

ISBN : 2-9508424-2-9