

20^e RAPPORT
COMMISSION
DES
OPÉRATIONS
DE BOURSE
1987



RAPPORT AU PRÉSIDENT
DE LA RÉPUBLIQUE

20^e RAPPORT
COMMISSION
DES
OPÉRATIONS
DE BOURSE
1987

RAPPORT
AU PRÉSIDENT
DE LA
RÉPUBLIQUE

Pour les remarques et les suggestions s'adresser à :

COMMISSION DES OPÉRATIONS DE BOURSE

39-43, quai André-Citroën, 75015 Paris

Tél. : 45 78 33 33

Adresse postale :

COB « Tour Mirabeau », 75739 Paris Cedex 15

DÉLÉGATIONS RÉGIONALES

Banque de France

13 et 15, rue Esprit des Lois, B.P. 503, 33001 Bordeaux Cedex

Banque de France

75, rue Royale, B.P. 587, 59023 Lille Cedex

Banque de France

14, rue de la République, 69268 Lyon Cedex 1

Banque de France

Place Estrangin-Pastré, B.P. 91, 13254 Marseille Cedex 6

Banque de France

14, rue Lafayette, B.P. 1111, 44007 Nantes Cedex

Banque de France

2, rue de Chanzy, 54000 Nancy

Diffusion : vente sur place ou par correspondance.

DIRECTION DES JOURNAUX OFFICIELS

26, rue Desaix, 75727 Paris Cedex 15

Tél. : (1) 45 78 61 39

Vente sur place uniquement :

LA DOCUMENTATION FRANÇAISE

29, quai Voltaire, 75340 Paris Cedex 07

165, rue Garibaldi — 69401 Lyon La Part-Dieu

COMMISSION DES OPÉRATIONS DE BOURSE

39-43, quai André-Citroën, 75015 Paris

Tél. : 45 78 33 33

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

PRIX : 110 F

Table des matières

	Pages
INTRODUCTION	3
 CHAPITRE I Le marché en 1987 et la crise boursière	
I. — Les privatisations.....	13
A. — <i>Les procédures de cession</i>	13
1) Les procédures de marché	14
2) Les cessions hors marché	15
3) La cession aux salariés	16
B. — <i>L'information sur les sociétés privatisées</i>	16
1) La scission des notes d'information	16
2) Le contenu des informations exigées	17
3) La diffusion des informations	18
II. — Analyse de la crise boursière	19
A. — <i>L'origine de la crise boursière</i>	19
1) Les origines immédiates	20
2) Les causes profondes	20
B. — <i>Le déroulement de la crise boursière aux États-Unis</i>	22
C. — <i>L'extension de la crise boursière en France</i>	24
D. — <i>Les enseignements de la crise boursière</i>	26
1) Le fonctionnement des marchés financiers	26
2) Les équilibres économiques et financiers	27
E. — <i>Les mesures</i>	28
III. — Le marché en 1987	30
A. — <i>Cote officielle</i>	31
1) Les admissions à la cote officielle.....	31
a) Actions française.....	31
b) Actions étrangères	32
c) Titres participatifs.....	32
d) Certificats d'investissement	32
e) Obligations.....	32
2) Les radiations de la cote officielle	32

	Pages
B. — <i>La cote du second marché</i>	33
1) Les caractéristiques des sociétés françaises admises en 1987..	34
2) Les radiations de la cote du second marché.....	35
3) Les difficultés rencontrées.....	35
4) Examen des dossiers des sociétés inscrites depuis trois ans à la cote du second marché.....	37
5) La mise en œuvre de l'instruction de septembre 1986.....	37
C. — <i>Les bourses régionales</i>	38

CHAPITRE II

La modernisation du marché

I. — <i>La modernisation de la bourse des valeurs</i>	39
A. — <i>L'organisation de la bourse des valeurs avant la réforme</i>	39
1) Les agents de change.....	40
2) La compagnie des agents de change.....	40
B. — <i>Les objectifs de la réforme</i>	40
1) L'adaptation à la compétition internationale.....	40
a) L'internationalisation.....	41
b) L'institutionnalisation.....	42
2) La poursuite de la modernisation de la place de Paris.....	42
a) Les évolutions récentes du marché financier français.....	42
b) Les limites de l'organisation traditionnelle.....	43
C. — <i>La nouvelle organisation des bourses de valeurs</i>	43
1) Les sociétés de bourse.....	44
2) Le Conseil des bourses de valeurs.....	44
3) La société des bourses françaises.....	45
4) La nouvelle sécurité financière des marchés.....	45
5) Entrée en vigueur de la loi.....	45
D. — <i>Les problèmes de fonctionnement du marché</i>	46
1) La transparence du marché.....	46
2) Les modes de négociation des ordres.....	49
a) La négociation des blocs de titres.....	49
b) L'exécution des petits ordres.....	53
3) La régularisation des cours.....	53
4) Les procédures de règlement-livraison.....	55

	Pages
II. — La modernisation des marchés dérivés	58
A. — <i>La création du marché d'options négociables (MONEP)</i>	58
1) Les opérateurs	58
2) L'organisme de compensation	58
3) Les options négociées	58
4) Les règles de fonctionnement du marché.....	59
a) Les couvertures	59
b) Les règles de priorité des ordres.....	59
B. — <i>La fusion de la bourse de commerce et du MATIF</i>	60
1) Les motifs de la réforme	60
2) Les nouvelles structures du marché à terme	61
a) Un élargissement des catégories d'opérateurs.....	61
b) Une nouvelle autorité de marché : le Conseil du marché à terme	62
c) L'organisation de la compensation	62
d) Les relations avec la clientèle.....	63
e) Un marché placé sous le contrôle de la COB	63
III. — L'évolution de la modernisation du marché français	64
A. — <i>La poursuite du développement des marchés organisés</i>	64
1) La création de nouveaux produits sur indice d'action.....	65
2) L'amélioration préalable de la liquidité du marché des actions.....	66
B. — <i>Le renforcement de la sécurité du marché</i>	67
1) La définition des règles de sécurité financière.....	67
2) La surveillance des intervenants.....	68
3) La régulation des marchés	70
4) La mise en œuvre des mesures de sécurité.....	70

CHAPITRE III

La protection de l'épargne

I. — Programme de protection de l'épargne	72
II. — Principes et règles de conduite applicables aux activités financières	75
A. — <i>Les conclusions du groupe de travail</i>	75
1) La démarche déontologique.....	75
2) Les règles de conduite	77
a) Opérations personnelles des professionnels	77
b) L'indépendance des gestions sous mandat au sein des établissements à capacité multiple.....	79
c) Continuité du marché et contrepartie	80
d) Les problèmes spécifiques aux marchés à effet de levier ..	81
3) Les développements ultérieurs.....	82

	Pages
B. — <i>Les conséquences tirées par la Commission des opérations de bourse</i>	83
1) Les prises de position de la COB sur le rapport d'étape	83
2) Les prises de position sur le rapport général	83
3) Les développements prévus par la Commission	84
a) Les règles de fonctionnement des marchés	84
b) Les règles de conduite des intermédiaires financiers	84
c) Les règles relatives aux opérations personnelles des professionnels	85
d) Les règles relatives aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières	85
e) Le contrôle	86
4) Les autres développements prévus.....	86
III. — La modification de la définition des délits boursiers	87
A. — <i>La nouvelle définition du délit d'initié</i>	87
B. — <i>Le délit de fausse information</i>	88
C. — <i>Le délit de manipulation de cours</i>	89
D. — <i>L'entrave à l'exercice des missions des agents de la Commission</i>	89
IV. — Droits des actionnaires	91
A. — <i>Participation des actionnaires aux assemblées</i>	91
B. — <i>Vote par correspondance</i>	93
C. — <i>Émissions de titres en capital</i>	97
1) Observations de la COB du mois d'avril 1987.....	97
a) Considérations générales	98
b) Les opérations ouvertes au public	100
c) Les opérations réservées à des personnes dénommées	105
d) Conclusions.....	110
2) L'interprétation et l'application pratique des observations de la COB.....	112
a) Modification des conditions d'exercice des bons de souscription	112
b) Les opérations à personnes dénommées.....	113
c) Les opérations réservées aux salariés.....	114
d) Les assemblées d'actionnaires	115
e) La modification des articles 155 et 155-1 du décret du 23 mars 1967.....	116
D. — <i>Réforme de l'action en justice des actionnaires</i>	117
E. — <i>Autres réformes</i>	118
1) Régime des certificats d'investissement	118
2) Régime des titres au porteur identifiables	120
3) Dispositions concernant les sociétés anonymes	122
4) Dispositions concernant le droit des valeurs mobilières	123
5) Certificats coopératifs d'investissement.....	124

	Pages
V. — Protection de l'épargnant à l'occasion des cessions de contrôle.....	126
A. — <i>Les offres publiques</i>	126
1) Offre sur la société Duffour et Igon	126
2) Offre sur la société C.C.M.C.....	126
3) Offre sur la société Bénédictine	128
4) Offre sur la société Télémécanique.....	129
5) L'évolution de la réglementation	130
B. — <i>Les maintiens de cours</i>	135
C. — <i>Les franchissements de seuils</i>	138
VI. — Respect des règles d'appel public à l'épargne	142
A. — <i>Notion d'appel public à l'épargne</i>	142
B. — <i>Problèmes d'appel public à l'épargne soumis à la COB</i>	143
C. — <i>Décisions judiciaires rendues dans l'affaire Herrikoa</i>	144

CHAPITRE IV

L'information

I. — L'information permanente.....	147
• Les sociétés en difficulté	149
II. — L'information périodique	151
A. — <i>Publication des comptes annuels</i>	151
B. — <i>Les publications intérimaires</i>	153
C. — <i>L'information à l'occasion des assemblées ordinaires</i>	155
D. — <i>L'information donnée par les sociétés du second marché</i>	155
E. — <i>Les obligations des sociétés étrangères</i>	156
F. — <i>L'information requise des émetteurs de billets de trésorerie</i>	158
III. — L'information préalable aux opérations financières.....	160
A. — <i>Nouvelles règles d'admission à la cote officielle</i>	160
B. — <i>Procédure de visa rapide des notes d'information</i>	162
C. — <i>Le contenu des notes d'information</i>	163

	Pages
D. — <i>Les problèmes posés par certaines opérations</i>	165
1) Notation ou garantie des emprunts	165
2) Portée de la garantie prévue à l'article 285 de la loi du 24 juillet 1966	166
3) Les autres opérations	167
4) Décision judiciaire dans l'affaire AMREP	171
IV. — Problèmes comptables particuliers	172
A. — <i>Conditions d'établissement des comptes consolidés</i>	172
B. — <i>Évaluation des titres détenus en portefeuille</i>	173
C. — <i>Retraitement rétroactif des comptes de l'exercice précédent</i>	175
D. — <i>Les nouveaux instruments financiers</i>	176
V. — Contrôle de la fiabilité des comptes	178
A. — <i>Application de l'accord COB. — Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes</i>	178
B. — <i>Examen des dossiers des commissaires aux comptes par la Commission</i>	180
VI. — La diffusion de l'information	181
VII. — L'information prévisionnelle	183

CHAPITRE V

Contrôles et sanctions

I. — Les enquêtes	187
A. — <i>Contrôle des opérations de privatisation</i>	187
B. — <i>Comportements contraires aux règles du marché</i>	191
C. — <i>Enquête sur le placement d'un emprunt obligataire</i>	197
D. — <i>Enquête sur l'utilisation de « bons provisoires »</i>	198
II. — Les opérations d'initiés	201
A. — <i>Transmissions au parquet</i>	201
B. — <i>Décision judiciaire</i>	201

VIII

	Pages
III. — Les plaintes	202
A. — <i>Plaintes concernant le marché financier</i>	202
B. — <i>Les relations intermédiaires financiers-clients</i>	204
C. — <i>Plaintes et demandes de renseignement</i>	206

CHAPITRE VI

La gestion de l'épargne collective

I. — Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières à vocation générale	209
A. — <i>Les Sicav et les F.C.P. en 1987</i>	209
B. — <i>L'actualisation de la fiche signalétique</i>	211
C. — <i>La directive n° 85-611 du Conseil des Communautés Européennes</i>	212
D. — <i>Frais de gestion</i>	213
E. — <i>Prêt de titres</i>	214
F. — <i>Application aux OPCVM des obligations de déclaration en cas de franchissement de seuil</i>	214
G. — <i>Application aux SICAV du vote par correspondance</i>	215
H. — <i>Fonds communs de placement : circonstances exceptionnelles</i>	215
I. — <i>La création de fonds communs d'intervention sur les marchés à terme</i>	216
J. — <i>L'intervention des OPCVM sur les marchés d'options</i>	216
II. — L'épargne d'entreprise	218
A. — <i>Le décret n° 87-544 du 17 juillet 1987</i>	218
B. — <i>Le bilan chiffré</i>	219
C. — <i>Les fonds communs de placement du titre II « quater »</i>	222
D. — <i>L'actionnariat des salariés en 1987</i>	222
III. — Les fonds communs de placement à risques	224

	Pages
IV. — Enquêtes et contrôles	225
A. — <i>Les contrôles de commercialisation</i>	225
B. — <i>Les contrôles de gestion</i>	226
1) <i>Nomination des commissaires aux comptes. Règles relatives aux apports</i>	226
2) <i>Composition des actifs</i>	227
3) <i>Objet social et prise de participation d'une société de gestion</i>	227
4) <i>Délégation de la gestion de fonds communs de placement à des tiers</i>	228
5) <i>Utilisation du marché conditionnel</i>	228
6) <i>Respect de l'orientation de la politique d'investissement</i>	229
7) <i>Souscription par des fonds communs de placement à des augmentations de capital</i>	229
8) <i>Intervention d'une SICAV sur le MATIF</i>	229
C. — <i>Remarques aux gérants de fonds communs de placement</i>	230
D. — <i>Les OPCVM étrangers et l'appel public à l'épargne</i>	232
V. — Les sociétés civiles de placements immobiliers (S.C.P.I.)	233
A. — <i>Les mesures législatives</i>	233
B. — <i>L'activité des S.C.P.I. en 1987</i>	233
C. — <i>Le patrimoine des S.C.P.I.</i>	234
D. — <i>La gestion des S.C.P.I.</i>	234
E. — <i>Les contrôles</i>	235
F. — <i>La réforme des S.C.P.I.</i>	236
VI. — Les placements en bien divers	237
A. — <i>Les biens divers en 1987</i>	237
B. — <i>Jugements rendus en matière de bien divers</i>	238
1) <i>L'affaire I.C.C.U.</i>	238
2) <i>L'affaire C.A.T.U.</i>	238
3) <i>L'affaire Ash-France</i>	239
4) <i>Décision judiciaire concernant C.G.W., P.G. Conteneurs, P.G. Investissements et S.E.G.P.</i>	239
VII. — Les Sofica	240

	Pages
VIII. — Les plans d'épargne en vue de la retraite (PER).....	242
IX. — Le statut des remisiers et gérants de portefeuille.....	243
A. — <i>Le renforcement du contrôle de l'expérience professionnelle</i>	244
B. — <i>Amélioration du suivi de l'activité des remisiers et gérants de portefeuille</i>	244
C. — <i>Contrôles</i>	245

CHAPITRE VII

La coopération internationale

I. — L'Organisation internationale des commissions de valeurs mobilières.....	247
A. — <i>La 12^e conférence annuelle de l'O.I.C.V.</i>	248
B. — <i>Le Comité technique</i>	252
II. — L'échange d'informations.....	255
A. — <i>La Convention de Strasbourg</i>	255
B. — <i>Les projets de traités bilatéraux</i>	256
C. — <i>La réunion informelle de Londres</i>	256
III. — La coopération européenne.....	257
A. — <i>Directives et projets de directives</i>	257
1) <i>Reconnaissance mutuelle du prospectus d'admission à la cote officielle</i>	257
2) <i>Publicité des prises et des cessions de participations importantes</i>	258
3) <i>Prospectus à publier en cas d'offre publique de valeurs mobilières</i>	259
4) <i>Conseillers en investissement</i>	259
5) <i>Opérations d'initiés</i>	259
6) <i>Offres publiques d'achat</i>	260
7) <i>Directive sur la création d'un espace financier européen unifié</i>	260
B. — <i>Le Comité des responsables des autorités publiques de surveillance des marchés de valeurs mobilières</i>	262
C. — <i>Réunions du groupe de contact informel</i>	263

CHAPITRE VIII

Fonctionnement de la Commission des opérations de bourse

	Pages
I. — L'action de la Commission des opérations de bourse.....	265
A. — <i>Plaintes et enquêtes</i>	265
B. — <i>Information du public</i>	266
C. — <i>Élaboration des règles du marché</i>	267
II. — L'adaptation des moyens de la Commission des opérations de bourse....	268
A. — <i>Moyens en personnel</i>	268
B. — <i>Moyens informatiques</i>	268
C. — <i>Moyens financiers</i>	269
III. — La journée d'étude du 20 ^e anniversaire de la Commission des opérations de bourse	270

ANNEXES

	Pages
I. — Composition de la Commission des opérations de bourse	273
II. — Organisation des services	275
III. — Budget COB 1987	281

Le marché financier

IV. — Les émissions de valeurs mobilières en 1987 et leur contribution au financement de l'économie.....	283
V. — La bourse en 1987	313
VI. — Les opérations financières intéressant les sociétés cotées	325
VII. — La cote officielle et la cote du second marché	345

Contrôle de l'information

VIII. — Les visas et dispenses de notes d'information	367
IX. — Le contrôle de l'information périodique	371
X. — Le contenu des rapports annuels	375

Les organismes de gestion collective de valeurs mobilières

XI. — L'évolution des sociétés d'investissement à capital variable en 1987.	377
XII. — Les fonds communs de placement à vocation générale	403
XIII. — Les fonds communs de placement à risques	429
XIV. — Liste des Sicav	433

Les placements autres qu'en valeurs mobilières

XV. — Les placements en biens divers	463
XVI. — Les sociétés civiles de placements immobiliers (S.C.P.I.) et les groupements fonciers agricoles (G.F.A.)	467

Autres annexes

XVII. — État au 29 février 1988 des affaires transmises au parquet en vue de poursuites pénales par la Commission des opérations de bourse.	469
XVIII. — La Commission des opérations de bourse et le public. Statistiques des correspondances reçues par le service juridique	471
XIX. — Le centre de documentation et d'information du public	473
XX. — Liste des publications de la Commission des opérations de bourse en 1987. Table des matières du Bulletin mensuel	475

20^e RAPPORT

1987

PRINCIPALES ÉVOLUTIONS DU MARCHÉ FINANCIER

(milliards de francs)

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Émissions (données brutes)							
Augmentations de capital :							
- Par appel public à l'épargne...	3,1	3,5	10,8	9,8	17,4	62,8	56,6
- Sans appel public à l'épargne..	28,0	35,1	32,2	38,6	55,8	74,6	100,3
Titres participatifs.....	-	-	4,1	7,8	9,7	4,3	0,8
Emprunts (y compris obligations convertibles).....	106,9	154,7	193,7	242,1	307,0	347,2	294,6
Total.....	138	193,3	240,8	298,3	389,9	488,9	452,3
Marché boursier des valeurs françaises (cote officielle de Paris)							
Capitalisation (en fin d'année) :							
- Des actions.....	219,2	199,4	318,4	393,8	598,0	990,3	830,8
- Des obligations (*).....	580,5	778,9	978,0	1 212,8	1 491,5	1 844,4	1 954,2
- Des titres participatifs.....	-	-	4,4	9,5	21,5	29,1	
Transactions (sur l'année) :							
- Actions.....	45,7	46,2	63,6	67,2	131,8	357,0	477,4
- Obligations.....	83,7	151,3	221,5	409,6	717,6	1 672,9	2 425,4
(*) Coupon compris							
Nombre de sociétés françaises cotées							
- Cote officielle.....	773	712	688	665	642	635	633
dont Paris.....	568	535	516	501	489	481	481
- Compartiment spécial.....	12	21	-	-	-	-	-
- Second marché.....	-	-	42	72	127	181	258
dont Paris.....	-	-	28	46	80	117	169
Placements collectifs							
Sicav :							
- Souscriptions nettes de l'année..	10,6	16,4	53,6	83,2	110,6	172,0	151,7
- Actifs gérés au 31 décembre...	72,3	104,2	190,8	298,6	449,6	701,7	821,6
Fonds communs de placement :							
- Souscriptions nettes de l'année..	10,7	21,1	36,8	57,7	61,9	69,3	22,9
- Actifs gérés au 31 décembre...	13,9	37,5	82,8	137,4	194,1	274,1	269,8
- Nombre de fonds au 31 décembre.....	522	878	1 505	1 879	2 152	2 442	3 029
Les données détaillées figurent en annexes IV, V, XI et XII.							

Introduction

L'année 1987 a été fertile en événements affectant le marché financier français.

La crise boursière d'octobre a brutalement mis fin à une période de hausse excessive des cours des actions et souligné l'unité profonde du marché financier mondial.

La privatisation de quatorze entreprises publiques a multiplié par quatre le nombre des actionnaires directs : un ménage français sur six détient désormais des actions.

La modernisation du marché financier français s'est poursuivie, notamment par le vote de la loi du 22 janvier 1988 sur les bourses de valeurs et de la loi du 31 décembre 1987 concernant les marchés à terme, ainsi que par la création de marchés d'option négociables.

Parallèlement, un programme de protection de l'épargne, nécessaire du fait des transformations du marché, a été progressivement mis en place.

La coopération internationale en matière de valeurs mobilières a fait des progrès importants.

*
* *

I. — La crise boursière d'octobre 1987 a surpris par son ampleur et son extension internationale.

L'origine principale de la crise boursière, au-delà des événements conjoncturels qui ont pu contribuer à son déclenchement, comme l'annonce d'un déficit commercial américain plus important que prévu ou la remise en cause de dispositions fiscales favorables aux offres publiques, est sans doute davantage à rechercher dans la surévaluation du cours des actions américaines, ainsi que dans un excès de confiance de la part d'un certain nombre d'investisseurs institutionnels vis-à-vis de la sécurité et de la liquidité du marché.

L'ampleur de la crise se reflète dans la chute brutale observée à New York lors de la journée du 19 octobre 1987 qui a vu l'indicateur Dow Jones perdre 508 points, soit 22,6 %, chiffre pour lequel on ne peut trouver de comparaison qu'en 1929 avec les baisses successives de 12,8 % et 11,7 % observées les 28 et 29 octobre de cette année. Au total et en seulement quatre séances de bourse cumulant 31 % de baisse, la capitalisation boursière américaine s'est trouvée réduite d'environ 1 000 milliards de dollars.

Comme l'ensemble des autres places financières dans le monde, la France n'a pas été épargnée par la crise.

Le mouvement de hausse des cours avait déjà été interrompu. La progression spectaculaire du cours des actions des sociétés françaises observée en 1985 (+ 46 %), confirmée en 1986 (+ 50 %), a été un moment prolongée dans le courant de l'année 1987 : le niveau le plus haut a été atteint le 26 mars avec un indice CAC de 460,4, traduisant une hausse de 15,7 % par rapport au début de l'année. A la veille de la crise boursière, l'indice CAC était redescendu à 369,6, soit en baisse de 7 % depuis le début de l'année, ou de 19,7 % par rapport à son niveau le plus élevé.

La crise boursière elle-même a été en France moins brutale qu'ailleurs mais plus longue. Lors des journées des 19 et 20 octobre, la baisse de l'indice CAC n'a été respectivement que de 4,6 % et 5,8 %. Par contre la bourse de Paris a continué de baisser jusqu'au 11 décembre, son point le plus bas de l'année avec un indice CAC situé à 270,3. L'année s'est clôturée à 280,7, soit en baisse de 29,4 % par rapport au début de l'année mais en hausse de 3,8 % par rapport à son plus bas.

Malgré cette crise, le marché financier français a été actif.

Le tassement du montant des émissions brutes de valeurs mobilières, avec un total de 452,3 milliards de francs en 1987 contre 490 en 1986 et 390 en 1985, est largement compensé par le volume des opérations de privatisation qui a représenté 72,5 milliards de francs pour celles réalisées en 1987. Ce tassement provient uniquement de la diminution des émissions d'obligations et de titres participatifs (- 16 %) qui ne constituent plus que les deux tiers des émissions totales avec 295,4 milliards contre les quatre cinquièmes au début des années 1980. Par contre, le montant des émissions d'actions a progressé de 14,1 % en atteignant 156,9 milliards.

La contradiction entre l'évolution du marché des actions et celle du marché des obligations est encore plus apparente dans le domaine des émissions nettes puisque la progression dans le courant de l'année 1987 est de 20,3 % pour les premières avec un total de 154,1 milliards comparée à une diminution de 26,2 % pour les secondes avec un total de 203,5 milliards.

La diminution du taux d'épargne des ménages à 12 % de leur revenu disponible en 1987 contre 13,3 % en 1986, ainsi que de la part financière de cette épargne à 2,8 % de ces mêmes revenus reflètent également cette évolution contrastée puisque dans le même temps le nombre de porteurs de valeurs mobilières est passé de 7 à 9,5 millions et que la part des investissements des entreprises, mesurée par la formation brute de capital fixe, financée par leurs émissions nettes est passée de 55,5 % en 1986 à 57,9 % en 1987.

Parallèlement le volume des transactions sur le marché secondaire a poursuivi un développement rapide, s'accroissant de 43 % par rapport à 1986 : le volume des transactions de la Bourse de Paris a dépassé 2 900 milliards de francs, soit plus de six fois le niveau atteint en 1984. La croissance de ce volume a été plus importante cette année dans le domaine du marché obligataire avec une progression de 45 % et un total de 2 425 milliards, par rapport au marché des actions avec respectivement 33 % et 477 milliards.

Le nombre d'introductions sur le second marché, bien que ralenti par la crise boursière, a été très important ; créé au début de 1983, il comprend désormais 258 sociétés contre 181 à la fin de l'année 1986.

*
* *

II. — La mise en œuvre du programme de privatisation de 65 sociétés du secteur public, décidée par les lois du 2 juillet et du 6 août 1986, et qui a débuté en 1986 par la cession de 11 % du capital de la société d'Elf Aquitaine puis par la mise sur le marché des actions de la Compagnie de Saint-Gobain, s'est poursuivie dans le courant de l'année 1987.

La valeur totale des titres cédés pendant cette année s'est élevée à 70,5 milliards pour les sociétés dont la privatisation a donné lieu à offre publique de vente, et à 72,5 milliards de francs si l'on compte les deux entreprises (C.G.C.T., I.D.I.) dont la privatisation n'a fait l'objet que d'une vente de gré à gré. Sur ce total, la part souscrite par le public en France a atteint 35,5 milliards, et 38,8 si l'on y inclut les salariés.

Ces opérations ont fait passer le nombre d'actionnaires directs et indirects (par l'entremise de Sicav) de 4 millions à la fin de 1985 à 9,5 millions avant la crise boursière. Ce chiffre situe la France, quant au taux de détention d'actions par rapport à la population totale, à un niveau proche de celui des États-Unis (17,3 % pour la France contre 19,7 pour les États-Unis et 12,5 % au Royaume-Uni).

*
* *

III. — La réforme de la bourse constitue une étape essentielle dans le processus de modernisation des marchés financiers. Dans ce processus, l'année 1987 restera probablement comme celle des réformes de structure avec la réforme de la bourse des valeurs instaurée par la loi du 22 janvier 1988 et la fusion des marchés à terme de marchandises et d'instruments financiers organisée par la loi du 31 décembre 1987.

Le marché financier français a, comme les principales places financières dans le monde, connu ces dernières années une modernisation rapide qui a affecté à la fois les produits offerts à l'épargne, les marchés où ils se négocient et les procédures de négociation.

Les dispositions de la loi du 14 décembre 1985, complétant celles du 3 janvier 1983 et du 11 juillet 1985, ont autorisé les sociétés à émettre pratiquement tout type de produit financier, notamment des titres complexes ou des bons de souscription, en permettant ainsi à la place de Paris d'offrir une gamme d'instruments équivalente à celle des autres grandes places financières avec lesquelles elle est en compétition.

Créé en février 1986, avec la cotation d'un premier contrat sur taux d'intérêt à long terme, complétée par un second contrat sur bon du trésor, le marché à terme d'instruments financiers (MATIF) cote depuis décembre 1987 une option négociable sur le premier contrat. En septembre 1987, la Bourse de Paris a créé un marché d'options négociables sur actions (MONEP) comprenant aujourd'hui 10 classes.

Des nouvelles procédures de négociation en continu ont été également développées. Le transfert progressif des valeurs négociées sur le marché à règlement mensuel sur le support informatisé CAC implanté à Paris en juin 1986 sera achevé au milieu de l'année 1988, à l'exception toutefois des

10 valeurs servant de support aux contrats d'options, négociées également en continu mais à la criée. Le marché obligataire devrait suivre le même processus engagé en mars 1988 et devant être réalisé en un délai d'une année, suivi très rapidement par le marché au comptant des actions.

L'organisation traditionnelle du marché français créé au début du XIX^e siècle (loi du 28 ventôse an IX) et reposant sur des agents de change ayant la qualité d'officiers ministériels nommés par le ministre des Finances, faiblement capitalisés et ne pouvant se livrer à d'autres actes de commerce que la négociation pour le compte d'autrui de valeurs mobilières, la gestion de portefeuille et, dans des conditions très strictes, des opérations de contrepartie, ne permettait pas de tirer pleinement profit des réformes déjà intervenues, et notamment de doter les intermédiaires d'une surface financière suffisante pour leur permettre d'assurer la liquidité de la place.

La réforme de la bourse des valeurs, instaurée par la loi du 22 janvier 1988, confie désormais le monopole de négociation des valeurs mobilières à des personnes morales, les sociétés de bourse, pouvant adopter le statut de maisons de titres régi par l'article 99 de la loi bancaire du 24 janvier 1984 et autorisées, dans le cadre d'un calendrier annoncé par ailleurs, à ouvrir progressivement leur capital à des partenaires extérieurs, aussi bien nationaux qu'étrangers, à hauteur de 30 % au 1^{er} janvier 1988 jusqu'à la totalité au 1^{er} janvier 1990. L'organisation du marché est confiée à un Conseil des bourses de valeurs, exerçant également un pouvoir disciplinaire, assisté d'une Société des bourses de valeurs, assurant le fonctionnement du marché.

Les structures du marché à terme ont également connu une réforme importante avec la fusion des marchés à terme de marchandises, la bourse de commerce, et de produits financiers, le MATIF, permettant ainsi d'offrir aux investisseurs français et étranger un cadre d'intervention élargi et régi par des règles identiques, notamment en matière de sécurité financière.

La création, au mois de décembre 1987, d'une commission de réflexion sur les nouveaux instruments financiers et les marchés à terme, présidée par M. Deguen, a été l'occasion d'une réflexion sur la poursuite de la modernisation de la place de Paris. Son rapport, rendu public en mars 1988, recommande quatre orientations principales : la poursuite du développement des marchés organisés, le renforcement de la sécurité du marché, la définition de conditions nouvelles d'accès aux marchés dérivés pour certaines catégories d'utilisateurs et l'adaptation des règles comptables et fiscales.

Sur le premier aspect, l'accent a été mis sur l'intérêt pour la place de Paris de disposer de produits dérivés sous la forme d'un contrat à terme et d'une classe d'options sur indice d'action. En effet, l'évolution des marchés qui se caractérise par une institutionnalisation croissante, reflétée par l'augmentation de la taille des portefeuilles gérés et du volume unitaire des ordres, ainsi que par une grande volatilité des principales données financières, soumet les détenteurs de portefeuilles de titres à des risques de dévalorisation de leurs actifs et les organisations de marché à des difficultés croissantes d'organisation des modes de négociation. La création de produits dérivés sur indice d'actions permet d'offrir aux grands investisseurs internationaux un instrument de couverture du risque du marché dans son ensemble, et également de favoriser l'émergence d'une fonction de teneur de marché assurant une meilleure liquidité des titres dès lors qu'existe un instrument de couverture du risque de position.

La Commission a conclu néanmoins à la nécessité de l'amélioration préalable de la liquidité du marché des actions, notamment par l'instauration de teneurs de marchés, au moins pour les titres composant l'indice. En effet, par les arbitrages qu'il engendre nécessairement, un marché d'indice implique une activité beaucoup plus grande et exerce à certains moments une pression unilatérale considérable sur le marché des actions sous-jacentes.

*
* *

IV. — Au printemps de l'année 1987, la COB a rappelé que la mise en œuvre de nouveaux instruments financiers, de nouvelles procédures de négociation, d'une nouvelle structure des intermédiaires financiers, doit accroître l'efficacité du marché et les possibilités de valorisation de l'épargne mais qu'elle comporte aussi des risques plus grands et des possibilités de fraudes et d'abus accrus. Elle a alors proposé la mise en œuvre d'un programme général de protection de l'épargne.

Ce programme comporte :

a) la définition de règles déontologiques s'imposant aux professionnels et comprenant à la fois :

— des principes généraux, qui doivent aller de soi sur un marché développé, et notamment :

- l'égalité de traitement des actionnaires ;
- la priorité donnée à l'intérêt du client ;
- l'exécution des ordres aux meilleures conditions du marché ;
- la gestion indépendante des activités incompatibles : banque, contrepartie, gestion fiduciaire, négociation pour compte de tiers, lorsqu'elles font partie d'un même ensemble financier ;
- l'absence de circulation induite des informations confidentielles.

— des règles de conduite précises adaptées aux différents cas particuliers. Ces règles devraient s'articuler sur plusieurs niveaux :

- règlements déontologiques d'entreprise s'imposant au personnel de ces entreprises ;
- règlements de l'autorité professionnelle ou boursière régissant l'activité des membres de la bourse ou de la profession ;
- principes généraux définis par la loi ou par un règlement de la Commission des opérations de bourse.

b) l'adoption de procédures boursières suffisamment précises pour écarter les fraudes si elles sont correctement suivies et contrôlées, notamment en matière de négociation (règles de priorité des ordres en fonction de leur horodatage, régime des applications) ou de mode d'intervention sur le marché (régularisation des cours).

c) la révision de la définition des infractions boursières fondamentales, en tenant compte de l'évolution technique, législative et jurisprudentielle, notamment en ce qui concerne la manipulation des cours, les délits d'initiés et la fourniture au marché d'informations trompeuses ou inexactes.

d) l'exercice de contrôles systématiques à plusieurs niveaux, ce qui suppose :

- des audits déontologiques au sein des entreprises ;
- le renforcement des moyens juridiques et humains dont disposent les organismes professionnels et la Commission des opérations de bourse, et une étroite coopération entre ces organismes et la Commission ;

— l'adoption de sanctions pénales ou disciplinaires effectives en cas d'infractions, ainsi que, le cas échéant, la réparation des dommages causés aux épargnants ;

— le développement de l'assistance entre autorités de régulation des marchés des pays développés en vue de la coordination de leurs méthodes et de la recherche des infractions commises à l'occasion des transactions internationales.

e) le développement de l'information portant à la fois :

— sur le marché (diffusion des prix et des quantités traitées en temps réel) ;

— sur les émetteurs, en matière d'information permanente notamment dont l'importance s'accroît avec la mise en œuvre du marché continu et la création du marché d'options négociables ;

— sur les produits, notamment lors de leur création et à l'occasion de l'autorisation de leur émission par les assemblées générales des sociétés.

f) la définition, par concertation entre les autorités compétentes du marché, des mesures destinées à assurer la solvabilité des intermédiaires ;

g) la mise en œuvre dans des conditions satisfaisantes des principes juridiques et des dispositions légales et réglementaires protégeant les droits des actionnaires ;

h) la sensibilisation des milieux professionnels, financiers et judiciaires, ainsi que des épargnants aux différents aspects des mesures de protection de l'épargne.

La mise en œuvre de ce programme a donné lieu en 1987 et au début de 1988 à une série de mesures qui sont détaillées dans le présent rapport. Les plus importantes de ces mesures ont été les suivantes :

1. En ce qui concerne la définition des règles déontologiques, la Commission des opérations de bourse a constitué en février 1987 un groupe de travail présidé par M. Brac de La Perrière, et constitué de professionnels de la place, et de représentants des administrations intéressées.

Ce groupe a remis en juillet 1987 un rapport d'étape explicitant les principes fondamentaux sur lesquels doit reposer la déontologie des activités financières.

La poursuite des travaux du groupe a donné lieu à la constitution de quatre ateliers destinés à formuler des propositions précises concernant respectivement les opérations personnelles des professionnels, l'indépendance des gestions sous mandat au sein des établissements à capacité multiple, les problèmes posés par le marché continu et le développement de la contrepartie ainsi que les problèmes spécifiques aux marchés à effet de levier (marchés à terme ou d'options négociables).

Sur la base des rapports de ces ateliers, le groupe a remis son rapport définitif à la Commission des opérations de bourse au mois de mars 1988. La Commission en a immédiatement approuvé les principales orientations et a recommandé aux autorités des marchés concernées, aux entreprises et à toutes les personnes intéressées de mettre en œuvre dans un délai rapide les règles de conduite préconisées. Elle veillera à l'exécution de cette recommandation dans le courant de l'année 1988, et prendra les dispositions complémentaires qu'elle jugera appropriées.

La loi boursière du 22 janvier 1988 a d'autre part introduit deux dispositions déontologiques importantes :

— l'obligation pour les entreprises intervenant sur le marché financier de fixer par règlement intérieur les règles applicables à leur personnel, notamment en ce qui concerne le contrôle de leurs activités financières ;

— l'exigence de conventions écrites réglant les rapports entre professionnels et marchés financiers et leurs clients.

2. L'adoption par la compagnie des agents de change et le conseil du marché à terme de procédures précises concernant la négociation des valeurs mobilières sur le système informatisé CAC et le fonctionnement des marchés à terme et d'options constitue un progrès certain.

Les enquêtes menées à la fin de 1987 et au début de 1988 montrent toutefois que des progrès importants restent encore à faire pour assurer par exemple un horodatage complet de l'ensemble des phases de négociation des valeurs mobilières nécessaire à l'application stricte des règles de priorité des ordres, et pour assurer la mise en œuvre dans de bonnes conditions de la réglementation du marché.

3. La loi boursière du 22 janvier 1988 a renforcé les dispositions pénales concernant le délit d'initié, la fourniture d'informations fausses, trompeuses ou inexactes ; elle a réintroduit dans le dispositif juridique français la sanction pénale de la manipulation des cours.

4. La protection des droits des actionnaires s'est renforcée au début de l'année 1988 par l'institution effective du vote par correspondance dans les assemblées générales et d'une définition précise de l'information qui doit être donnée aux assemblées générales extraordinaires appelées à statuer sur la renonciation des actionnaires au droit préférentiel de souscription en cas d'émissions de titres de capital. Sur ce dernier sujet la Commission a publié au mois de mars 1987 une communication importante concernant les règles à suivre par les sociétés pour respecter les principes juridiques et les règles légales concernant le respect des droits des actionnaires. En outre des dispositions ont été prises pour faciliter l'action en justice des associations d'actionnaires.

5. Le développement de l'information sur le marché des actions a fait de grands progrès avec la mise en œuvre par la bourse de valeurs de Paris de moyens de diffusion modernes des cours et des quantités traitées.

La Commission des opérations de bourse a pour sa part publié un règlement d'ensemble sur les informations à fournir par les sociétés dont les actions sont négociées à la cote officielle. La Commission a par ailleurs précisé les règles de publication des comptes consolidés des sociétés cotées ainsi que les dispositions comptables à prendre à la fin de l'exercice 1987 en ce qui concerne notamment l'utilisation des nouveaux instruments financiers.

La Commission a par ailleurs mis en œuvre des procédures plus strictes concernant la vérification comptable des entreprises introduites au second marché.

6. Un contrôle effectif, suivi de sanctions pénales et disciplinaires en cas d'infraction, ainsi que, le cas échéant, la réparation des dommages causés aux tiers, est une condition essentielle de l'efficacité des mesures de protection de l'épargne. La Commission veillera à ce que les entreprises se dotent de moyens de contrôle effectif de l'observation des règles légales, réglementaires ou faisant l'objet du règlement d'entreprises prévu par la loi du 22 janvier 1988 ; elle suivra l'activité de contrôle des autorités boursières professionnelles, développera son propre contrôle dans le cadre des moyens juridiques et en personnel accrus qui lui ont été consentis et n'hésitera pas à rendre publiques les irrégularités constatées chaque fois qu'elle estimera qu'une forme de publicité est souhaitable pour la protection de l'épargne.

7. La Commission a contribué à sensibiliser les milieux professionnels et les épargnants aux différents aspects de mesures de protection de l'épargne par la voie de communications insérées à son bulletin mensuel ou faisant l'objet de communiqués spéciaux ainsi que par la réunion d'un comité consultatif d'experts de l'épargne composé des représentants des clubs d'investissement, d'associations générales d'actionnaires, d'associations d'actionnaires salariés, du secteur coopératif et de la mutualité et des caisses d'épargne ainsi que des représentants des actionnaires désignés à cet effet dans les conseils d'administration des sociétés privatisées.

*
* *

V. — L'internationalisation des transactions sur valeurs mobilières implique le développement de la coopération entre autorités nationales de régulation de marché. Cette coopération a connu des développements significatifs en 1987, mais beaucoup reste à faire.

Tout d'abord, la Commission a continué de jouer un rôle actif au sein de l'Organisation internationale des commissions de valeurs mobilières (O.I.C.V.).

Le développement le plus important de l'activité de l'O.I.C.V. a été, d'une part la création d'un comité du développement des marchés, et d'autre part celle d'un comité technique des transactions internationales. Ce dernier Comité groupe les autorités de régulation de marchés des douze pays effectuant plus de 90 % des transactions internationales sur valeurs mobilières. Installé en juillet 1987, il s'est fixé six priorités : les problèmes posés par le placement international et les cotations multiples, les règles comptables en matière d'émission internationale, les normes de sécurité financière des firmes multinationales, la compensation et le règlement des opérations internationales, le développement des échanges d'information et de preuves d'infractions, les problèmes posés par les transactions hors bourse.

La Commission a d'autre part poursuivi la concertation avec les autorités de contrôle d'autres pays en vue d'accroître les possibilités d'échange d'informations et d'assistance mutuelle dans le but de réprimer les infractions en matière de valeurs mobilières. A cet égard, une résolution adoptée par le comité exécutif de l'O.I.C.V. en novembre 1986 a conduit à la signature par les autorités de régulation de 23 pays, dont la France, d'un accord aux termes duquel elles s'engagent à fournir aux autres signataires, dans la mesure permise par la loi locale et sous condition de réciprocité, l'information nécessaire à l'application des lois sur les valeurs mobilières. La mise en

œuvre d'une assistance efficace sur le plan international se réalise également par d'autres moyens qui se mettent progressivement en place : un projet de convention multilatérale d'assistance en matière d'opérations d'initiés est en cours d'élaboration dans le cadre du Conseil de l'Europe, plusieurs projets de traités bilatéraux visant les agences américaines, la S.E.C. ainsi que la C.T.F.C. ; des contacts ont également été pris afin de préparer des conventions de ce type avec le Royaume-Uni, l'Italie et le Québec.

Parallèlement la Commission a participé à la préparation des directives communautaires qui doivent former le cadre de la libération des services financiers à l'intérieur de la Communauté Européenne au plus tard à la fin de l'année 1992.

L'établissement du marché unique européen des prestations de services financiers, au plus tard à l'horizon de 1992, repose sur quatre principes : liberté des prestations de services de toute nature, application aux prestations de la loi du pays d'où émane la demande ou l'offre effective de transactions, reconnaissance mutuelle des règles posées par le pays d'origine des intermédiaires, contrôle assuré en règle générale par les autorités du pays d'origine, harmonisation minimale des règles applicables dans l'ensemble des pays de la Communauté.

La qualité de régulation applicable dans chaque pays à la protection de l'épargne (contrôle de la capacité et de l'honorabilité professionnelle, règles de solvabilité, règles d'information préalable du public, modes de commercialisation admis, règles déontologiques applicables aux professionnels, modalités de lutte contre la fraude) est aujourd'hui variable d'un pays à l'autre. Admettre la reconnaissance mutuelle et l'application de la loi de l'initiateur du contrat sans harmonisation des règles de protection de l'investisseur risque d'exposer l'épargne à des dangers sérieux.

Parallèlement à la libération des prestations des services financiers il conviendrait donc d'harmoniser les règles relatives aux intermédiaires financiers, ainsi que les modalités de contrôle, d'organiser l'échange d'informations et plus généralement de développer la concertation au niveau communautaire entre les autorités de surveillance des marchés.

*
* *

L'année 1987 a donc été pour la Commission des opérations de bourse comme pour les autres autorités boursières une année d'innovations importantes. La mise en place de structures nouvelles du marché, la modernisation des techniques, l'élaboration des mesures de la protection de l'épargne liée à la modernisation du marché et leur mise en œuvre sont encore loin d'être achevées ; elles exigeront en 1988 et 1989 des efforts importants de tous. On peut cependant estimer que grâce aux mesures prises de 1985 à 1988 pour doter le marché français de techniques opérationnelles assurant l'efficacité du marché et grâce aux mesures de protection de l'épargne destinées à en garantir l'équité, la place de Paris dispose de bons atouts pour affronter l'enjeu essentiel que constitue à l'horizon de l'année 1992 la libre prestation des services financiers au sein de la Communauté Européenne, et qu'elle peut maintenant prendre part dans de bonnes conditions à la concurrence à laquelle sont soumises toutes les places financières importantes du monde.

CHAPITRE I

Le marché en 1987 et la crise boursière

I. — Les privatisations

La loi n° 86-793 du 2 juillet 1986 et la loi n° 86-912 du 6 août 1986 ont arrêté le principe et fixé les modalités d'application des opérations de « transfert de propriété d'entreprises du secteur public au secteur privé » connues sous le nom de privatisations.

Hormis la cession de Saint-Gobain, qui a eu lieu en décembre 1986, et celle de la part des actions de Matra qui étaient détenues par l'État, réalisée en janvier 1988, les privatisations se sont échelonnées sur les 10 premiers mois de l'année 1987.

Au cours de cette période les procédures techniques de cession se sont progressivement affinées.

Dans le domaine de l'information la Commission des Opérations de Bourse a mis en œuvre une scission des notes d'information permettant d'accélérer la diffusion des éléments concernant l'activité et la situation financière des sociétés.

A. — LES PROCÉDURES DE CESSION

Une Commission de la privatisation instituée par la loi du 6 août 1986 et composée de sept membres désignés par décret en fonction de leur expérience et de leur compétence en matière économique, financière et juridique a été chargée de procéder à l'évaluation des entreprises privatisées. Cette Commission dont les avis ont été rendus publics, a fixé la valeur minimale de chacune des sociétés privatisées avant que le ministre d'État, ministre de l'Économie, des Finances et la Privatisation n'arrête les prix de cession proposés aux acquéreurs.

L'article 4 de la loi du 6 août 1986 retient pour principe général que « les cessions ou échanges de titres, les ventes de droits préférentiels ou les renonciations à de tels droits sont réalisées suivant les procédures du marché financier ».

Le ministre chargé de l'Économie conserve toutefois la faculté de choisir des acquéreurs hors marché, dans des conditions fixées par décret en Conseil d'État. En outre les salariés et les anciens salariés de chaque société privatisée et de ses filiales majoritaires doivent se voir proposer des titres, leurs demandes étant intégralement servies à concurrence de 10 % du montant de chaque opération.

1) Les procédures de marché

Le mode de cession au public retenu a été la procédure boursière de l'offre publique de vente. Cette procédure offre en effet les meilleures garanties d'égalité de traitement de l'ensemble des acquéreurs dont les ordres sont centralisés. Elle permet le choix d'un prix de cession intangible et comporte la possibilité de réaliser la réduction des demandes excédentaires dans des conditions incontestables.

Toutefois la procédure d'offre publique de vente a été aménagée afin de permettre une certaine différenciation du traitement de chaque catégorie d'ordres.

L'article 13 de la loi précise en effet que « les demandes présentées par les personnes physiques de nationalité française ou résidentes n'excédant pas dix titres sont servies intégralement ». Il a par conséquent été nécessaire de distinguer quatre catégories d'ordres : les ordres prioritaires des personnes physiques, les ordres non prioritaires, les ordres des personnes morales françaises et les ordres provenant de l'étranger.

— Les ordres A (ordres prioritaires) : il s'agit d'ordres d'achat émis par des personnes physiques de nationalité française ou résidentes. Chacune des personnes concernées ne peut émettre qu'un ordre A et doit le confier à un seul intermédiaire. En principe les ordres A ont vocation à être répondus sans réduction jusqu'à concurrence de 10 titres et le cas échéant avec une réduction préférentielle pour la quantité de titres allant de 11 à 50. En outre seuls les ordres A permettent de bénéficier de l'attribution gratuite prévue par l'article 13 de la loi du 6 août 1986, à raison d'une action pour 10 actions acquises directement de l'État et conservées pendant 18 mois, dans la limite de 50 titres acquis et d'une contrevaletur de 25 000 F par personne.

— Les ordres B : ce sont les ordres émis par des personnes physiques de nationalité française ou résidentes ayant confié un ordre A à un autre intermédiaire. Les demandes formulées par un ordre B ne sont pas prioritaires et ne peuvent pas donner lieu à l'attribution d'actions gratuites.

— Les ordres C : il s'agit des ordres émis par des personnes morales françaises qui ne sont pas sous contrôle étranger.

— Les ordres D : ce sont les ordres d'achat émis par des personnes physiques étrangères non résidentes et par des personnes morales étrangères ou sous contrôle étranger.

A l'issue de plusieurs opérations (Compagnie financière de Paribas, Sogenal, BIMP et Agence Havas) il est apparu que le nombre de titres demandés en vertu d'ordres prioritaires A était très supérieur au nombre total de titres proposés à l'offre publique.

Il a par conséquent été décidé d'attribuer des quantités inférieures à 10 titres aux seuls ordres A. (En outre dans le cas de Paribas la partie des actions cédées qui avait fait l'objet d'un placement à l'étranger par l'intermédiaire d'un syndicat bancaire a été réduite.) Les acquéreurs des actions ainsi contingentées qui auront conservé leurs titres pendant 18 mois se verront alors attribuer une fraction des actions gratuites qui leur sont réservées. Ainsi les souscripteurs d'actions Paribas ont pu recevoir 4 titres au plus et se verront offrir quatre dixièmes d'action s'ils ont conservé ces titres jusqu'à juillet 1988. Les attributions maximales ont été de 6 titres pour la Sogenal et de 3 titres pour l'Agence Havas. Dans le cas particulier de la BIMP il a été décidé d'attribuer au plus 1,5 action. Les personnes qui ont reçu ce contingent ont la faculté de négocier des demi-actions, qui ont été inscrites à cette fin à la cote du second marché sur une ligne distincte des actions elles-mêmes.

La loi a ouvert aux acquéreurs la possibilité de régler les actions, jusqu'à concurrence de 50 % de leur montant, en livrant des titres d'emprunts d'État ou des titres d'emprunts dont le service est pris en charge par l'État.

Par ailleurs des offres publiques d'échange de certificats d'investissement contre des actions privatisées ont été organisées simultanément aux offres publiques de vente. Enfin, lorsqu'il a paru nécessaire de proposer des contingents significatifs de titres aux investisseurs étrangers un placement international a été organisé.

2) Les cessions hors marché

La loi a conféré au ministre chargé de l'Économie deux prérogatives lui permettant d'organiser pendant des périodes déterminées une certaine continuité des décisions stratégiques orientant l'avenir des entreprises privatisées.

Le ministre peut en premier lieu, en vertu de l'article 10, instituer une action spécifique si la protection des intérêts nationaux l'exige. Cette action, détenue par l'État, lui permet d'agréer les participations excédant 10 % du capital détenues par une personne ou par plusieurs personnes agissant de concert. L'action spécifique peut à tout moment être transformée par son détenteur en action ordinaire ; elle l'est de plein droit au terme d'une période de cinq ans. Seules l'Agence Havas et Matra ont été dotées d'actions spécifiques.

En vertu de l'article 4 de la loi, le ministre peut par ailleurs céder une partie du capital selon une procédure de gré à gré et désigner ainsi un groupe d'actionnaires stables.

En contrepartie de la faculté qui leur est ouverte d'acquérir hors marché une fraction significative du capital des sociétés privatisées ceux-ci auront dû accepter un prix supérieur au prix de l'offre publique et s'être engagés à conserver leurs actions pendant des durées minimales.

Les engagements des actionnaires désignés par le ministre chargé de l'Économie résultent des termes d'un cahier des charges dont ils ont expressément accepté les stipulations. En vertu de ce document les membres du groupe d'actionnaires stables sont tenus de conserver leurs titres pendant une première période, de l'ordre de deux ans. Ils ne peuvent les céder par la suite, et pendant une période supplémentaire de trois ans, qu'après y avoir été expressément autorisés par le conseil d'administration de la société, chargé de veiller au respect du cahier des charges.

A l'exception de Saint-Gobain toutes les sociétés privatisées ont été dotées d'un groupe d'actionnaires stables. La part du groupe dans la répartition du capital au moment de la cession s'est échelonnée entre 18,2 % (Paribas) et 51 % (BTP et BIMP). La Société Générale a conservé 52,25 % du capital de la Sogenal, qu'elle détenait avant la cession de la participation de l'État. La moitié du capital de TF1 a été attribuée à un groupe d'actionnaires conduit par la société Bouygues et désigné par la Commission nationale de la Communication et des Libertés.

3) La cession aux salariés

Les salariés et les anciens salariés des sociétés privatisées et de leurs filiales ont enfin bénéficié d'une procédure de cession de titres distincte. Une quotité de 10 % du montant des opérations réalisées leur a été réservée dans chaque cas et ils ont obtenu des conditions préférentielles d'acquisition, sous forme de rabais ou de délais de paiement. Des rabais de 5 % ont été consentis aux salariés ne désirant pas s'engager à conserver leurs actions pendant au moins deux ans ; au-delà de cette limite le rabais pouvait atteindre 20 %. Les délais de paiement consentis ne peuvent excéder trois ans, les titres acquis demeurant incessibles jusqu'à leur règlement intégral.

Enfin les actions acquises par les salariés et conservées au moins un an après être devenues cessibles pourront donner lieu à l'attribution d'actions gratuites dans le rapport de une pour une et dans la limite de la moitié du plafond mensuel des cotisations de la Sécurité Sociale.

B. — L'INFORMATION SUR LES SOCIÉTÉS PRIVATISÉES

La privatisation a été l'occasion de la mise en place d'une procédure de scission des notes d'information, du rappel du contenu de l'information exigée lors des introductions et d'un contrôle approfondi de la diffusion des informations.

1) La scission des notes d'information

La taille des sociétés mises sur le marché et le souci d'atteindre un large public ont nécessité des campagnes d'information de grande ampleur débutant plusieurs semaines, avant la mise sur le marché. Or certains éléments, utiles au public, comme le prix des actions ou la composition du groupe d'actionnaires stables, n'ont été effectivement connus que dans les heures précédant le lancement des offres publiques.

Pour permettre aux souscripteurs potentiels de recevoir une information complète dans les plus brefs délais, la Commission des opérations de bourse a élaboré une procédure inédite, la scission des notes d'information, consistant à viser successivement deux documents.

La première note, visée plusieurs semaines avant le début de l'offre publique, comporte l'ensemble des informations sur les structures juridiques et économiques des groupes concernés et sur leurs différentes activités ainsi que des renseignements financiers complets sur les trois derniers exercices. Cette note, éventuellement accompagnée d'un abrégé visé par la Commission, doit être mise à la disposition du public pendant la campagne de communication. Aucun argumentaire émanant des dirigeants de la société, ni aucun commentaire fait par eux au cours de cette campagne, ne doivent mentionner d'autres informations que celles qui ont été soumises à la Commission et qui figurent dans la note d'information visée.

La seconde note d'information est visée dans les heures qui précèdent l'offre publique. Elle comporte en particulier les modalités précises de l'offre, le prix et le nombre de titres proposés à chaque catégorie d'acquéreurs, la liste éventuelle des actionnaires stables désignés par le ministre et les dernières informations disponibles sur l'activité et les résultats du groupe privatisé.

Cette seconde note, qui est rattachée à la précédente, doit faire l'objet d'une diffusion rapide et très large. La Commission a demandé aux sociétés de la publier intégralement dans un quotidien financier paraissant le jour de l'ouverture de l'offre publique.

2) Le contenu des informations exigées

Les exigences à remplir en matière d'information comptable ont été rappelées dans une lettre de la Commission, en date du 9 janvier 1987, adressée à sa demande à Monsieur le ministre de l'Économie, des Finances et de la Privatisation.

Il était indiqué que sont exigés :

- trois années de comptes consolidés certifiés ;
- des comptes intermédiaires lorsque les comptes du dernier exercice déjà arrêtés sont trop anciens pour donner une information utile (généralement sur la base du tableau d'activité et de résultat du premier semestre de l'exercice prescrit par les textes en vigueur) ;
- des indications sur l'évolution de l'activité au cours de la période postérieure aux derniers comptes.

La privatisation a permis à la Commission de mettre l'accent sur trois points particuliers liés à la présentation des comptes.

L'intervention d'audits indépendants chargés de contrôler l'ensemble des informations financières diffusées par les sociétés est essentielle. Les diligences des audits ont permis de mettre en évidence certaines lacunes ou des présentations contestables de la situation financière des sociétés. Dans plusieurs cas la Commission a été amenée à demander aux sociétés d'expliquer plus précisément la manière dont elles appréhendent certains risques inhérents à leurs activités et les mesures qu'elles prennent pour s'en prémunir.

L'actualité des comptes présentés est une des conditions majeures de leur pertinence. La référence à des comptes complets mais anciens ne saurait être considérée comme suffisante. La Commission a été amenée à insister sur la nécessité de disposer d'informations semestrielles complètes et fiables au-delà des neuf mois suivant la publication des comptes annuels.

Enfin la présentation d'informations prévisionnelles peut être indispensable pour permettre aux investisseurs d'apprécier les perspectives des sociétés.

Dans le cas de TF1 en particulier, la modification du paysage audiovisuel et le changement de statut de la société impliquaient que les dirigeants fassent connaître leurs analyses sur l'évolution du marché et des ressources publicitaires. Les dirigeants n'ayant pas jugé possible de dresser un compte d'exploitation prévisionnel sur 12 mois, comme la Commission le leur avait demandé, les actions de TF1 ont été inscrites à la cote du second marché.

3) La diffusion des informations

A l'occasion des privatisations les services de la Commission se sont attachés à contrôler systématiquement l'ensemble des supports d'information diffusés dans le public. Les messages publiés par la presse, les dépliants distribués au public ainsi que les émissions radiodiffusées ou télévisées ont été contrôlées avant leur diffusion. Ils ne comportaient habituellement pas d'informations différentes de celles figurant dans les notes visées. Dans certains cas cependant la Commission a été amenée à demander aux dirigeants d'une société privatisable qui avait fait état d'éléments nouveaux dans certaines déclarations de publier un communiqué afin d'assurer une diffusion équitable de ces informations.

II. — Analyse de la crise boursière

Entre les cours de clôture des séances du 13 et du 19 octobre 1987, l'indice américain Dow Jones Industrial Average (Dow Jones) a perdu 769 points, soit 31 % : en seulement quatre séances la capitalisation boursière des actions des sociétés américaines a ainsi fondu d'environ mille milliards de dollars.

Au cours de la seule journée du 19 octobre, le même indice enregistra une chute de 508 points, soit 22,6 %. A titre de comparaison, la journée du 28 octobre 1929 n'avait connu qu'une baisse de 12,8 %, suivi d'une nouvelle baisse de 11,7 % le lendemain, ces deux journées constituant le krach de 1929.

La crise boursière d'octobre 1987, intervenant après un long cycle haussier ayant débuté en 1982, a surpris par sa soudaineté, son ampleur et son extension internationale. Elle a mis en lumière la physionomie nouvelle des marchés financiers, notamment leur interconnection étroite, la volatilité des cours, accrue par l'institutionnalisation des marchés et le rôle joué par l'informatique particulièrement dans le domaine de la passation automatique des ordres.

Au cours des mois qui ont suivi, les autorités boursières des principaux pays concernés se sont efforcés d'analyser l'origine de cette crise boursière et de mettre en œuvre les moyens destinés à en éviter le renouvellement. La même réflexion est en cours sur le plan international, notamment dans le cadre de l'Organisation internationale des commissions de valeurs mobilières (O.I.C.V.).

Parallèlement, l'évolution des marchés, comme celle de l'économie mondiale, tout en marquant un fléchissement, n'a pas jusqu'à présent obéi aux prévisions pessimistes qui pouvaient prévaloir dans la période qui a immédiatement suivi la crise boursière.

A. — L'ORIGINE DE LA CRISE BOURSIÈRE

L'analyse de l'origine de la crise boursière conduit à privilégier l'examen de la situation du marché américain où elle s'est d'abord manifestée.

Dans cette analyse, il convient d'opérer une distinction entre les origines immédiates qui ont commandé son déclenchement et les causes profondes qui en expliquent l'ampleur.

1) Les origines immédiates

Plusieurs événements se sont conjugués dans la semaine qui a précédé le 19 octobre :

— la remise en cause par le congrès américain, dans le cadre d'une réflexion préparatoire à une réforme législative, d'un certain nombre d'avantages fiscaux liés au financement des offres publiques (mercredi 14 octobre) ;

— l'annonce d'un déficit commercial pour le mois d'août de 15,7 milliards de dollars, au lieu des 14 milliards prévus, se traduisant par une chute du dollar et une hausse du taux d'intérêt américain (mercredi 14 octobre).

La conjugaison de ces deux événements, le premier diminuant l'intérêt du marché des actions, le second accroissant l'intérêt de celui des obligations, est à l'origine de la prise de conscience de la part des investisseurs de la surévaluation du cours des actions et de leur choix d'un transfert de leurs placements vers les obligations où un rendement plus sûr et plus satisfaisant était désormais apparemment assuré.

Les événements qui se produisirent dans les jours qui suivirent ne firent que confirmer une telle analyse :

- En trois jours, du mercredi 14 au vendredi 16 octobre, l'indice Dow Jones des actions enregistra une baisse supérieure à 10 %.

- Pour la première fois depuis deux ans, le taux d'intérêt sur le principal emprunt d'État américain, le 30 year Treasury bond, passa au-dessus de la barre des 10 % de rendement.

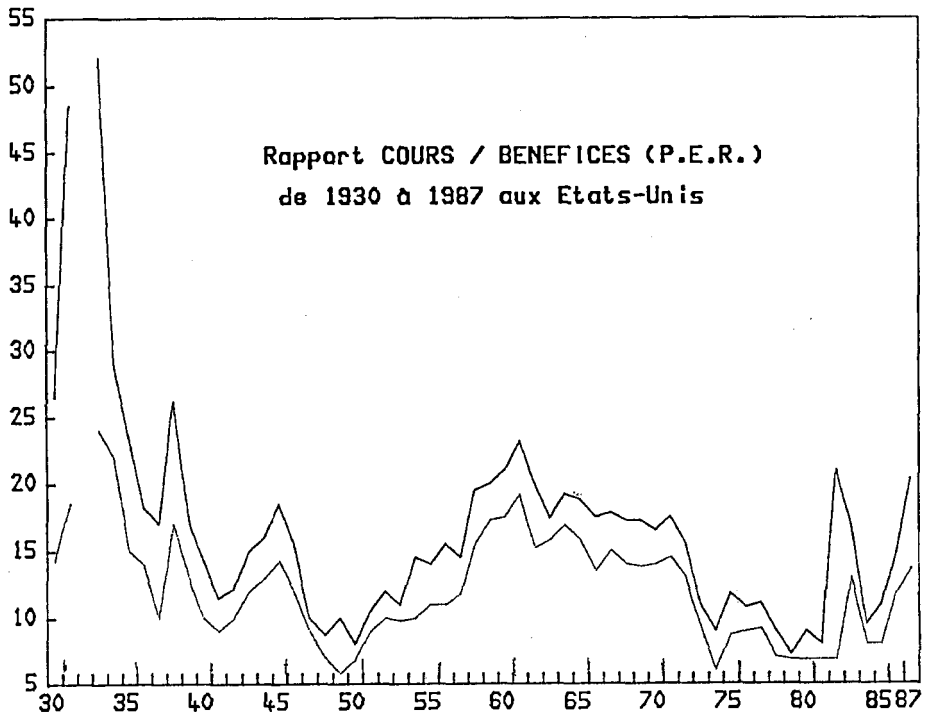
Parallèlement, le marché des changes connut également une brusque tension alimentée par les dissensions entre les États-Unis et l'Allemagne Fédérale, le secrétaire d'État américain au Trésor, M. James Baker critiquant la politique allemande de hausse de taux et laissant planer des incertitudes sur la pérennité des accords du Louvre.

2) Les causes profondes

Les causes profondes de la crise boursière sont moins à rechercher dans les événements qui l'annoncèrent, que dans la période de marché haussier qui la précéda reflétant une surévaluation des cours et reposant sur une illusion de sécurité comme de liquidité.

— *La surévaluation des cours* : au début de l'année 1987, le Dow Jones avait déjà progressé de 144 % par rapport à 1982 (776,42). Malgré cette hausse déjà spectaculaire qui faisait anticiper une correction par beaucoup de professionnels, le Dow Jones franchit encore à plusieurs occasions son record de gain en une seule journée dans le courant du premier semestre de l'année 1987, successivement, le 5 janvier avec 44 points, le 22 janvier avec 51 points, le 17 février avec 54 points, puis le 21 avril avec 65 points. Au mois d'août, le Dow Jones culmina à 2 722,42 points.

A ce niveau, le marché des actions américaines reflétait un PER (Price Earning Ratio : rapport cours/bénéfice) de 23 contre une moyenne de 14,5 depuis 1945, comme l'illustre le tableau ci-dessous. De même, le rendement moyen des actions s'établissait à 2,2 % contre une moyenne de 4,26 % sur la même période.



La surévaluation du cours des titres, qu'il est sans doute plus aisé de démontrer *a posteriori*, a plusieurs origines :

- l'afflux de liquidités, permis par le jeu des déficits américains, tant budgétaire (221 milliards de dollars pour l'exercice 1986) que commercial (15,7 milliards de dollars pour le mois d'août 1987) et autorisé par une politique monétaire du Federal Reserve Board plus libérale ;

- le rôle croissant des investisseurs japonais aux États-Unis pour y placer leur excédent d'épargne : 15 milliards de dollars ont ainsi été consacrés à l'achat de titres des sociétés américaines les plus importantes au cours des neuf premiers mois de l'année 1987, renforçant en cela le mouvement de hausse de l'indice ;

- le développement des offres publiques. Le succès croissant des opérations d'offres publiques sur le marché américain favorisa la collecte de fonds destinés à les financer : 23 milliards de dollars furent collectés à ce titre pendant les huit premiers mois de l'année 1987. La valorisation des titres sur le marché se faisait de plus en plus sur la base du coût de leur acquisition par le biais d'une offre publique, valorisation d'ailleurs consacrée par les émetteurs eux-mêmes dans le cadre de la mise en œuvre de leurs programmes défensifs de rachat de leurs propres titres.

— *L'illusion de sécurité et de liquidité* : de nombreux investisseurs ont cru que l'utilisation des nouveaux marchés dérivés, d'options et de « futures », leur permettraient de couvrir la valeur de leur portefeuille tout en conservant un rendement optimal et que l'effet de levier, résultant du faible niveau des marges exigées sur ces nouveaux marchés, les assurait de trouver une liquidité satisfaisante en toutes circonstances.

L'illusion de sécurité a été notamment nourrie par le développement des programmes d'assurance des portefeuilles qui, loin d'être un mécanisme de couverture de risques comme son nom semblerait l'indiquer, constituaient plutôt un programme informatique de gestion de portefeuilles accompagnant les mouvements du marché, donc en les renforçant : achat dans un cycle haussier, vente dans un cycle baissier. Ces programmes représentaient un actif géré d'environ 90 milliards de dollars au moment de la crise boursière.

L'illusion de liquidité a résulté de l'utilisation des marchés dérivés aux lieux et place du marché sous-jacent pour y bénéficier de l'effet de levier plus favorable.

B. — LE DÉROULEMENT DE LA CRISE BOURSIÈRE AUX ÉTATS-UNIS

L'analyse du déroulement de la crise boursière aux États-Unis conduit à mettre l'accent sur le problème des relations entre les marchés dérivés et au comptant. En effet ces derniers occupent une place particulière sur le marché américain avec un volume de négociation quatre fois supérieur à celui enregistré sur les titres sous-jacents.

Deux séries d'explications mettant en jeu ce problème de relations entre les marchés dérivés et sous-jacents sont généralement avancées.

— *Les marchés dérivés ont joué un rôle moteur dans la crise boursière dont les effets ont été transmis au marché sous-jacent par l'intermédiaire des programmes informatiques d'aide à la décision (program trading)*

Deux éléments viennent apparemment corroborer cette explication : d'une part le signal de la baisse est d'abord venu des marchés à terme, ouvrant avant la bourse de New York, d'autre part l'indice coté à terme sur les marchés dérivés a semblé jouer un rôle directeur dans le mouvement de baisse.

La transmission de la tendance observée sur les marchés dérivés était notamment assurée par les programmes informatiques d'aide à la décision consistant en l'achat et en la vente simultanés d'une grande quantité de valeurs mobilières et de produits dérivés, généralement les valeurs composant l'indice et l'indice lui-même coté à terme. Leur utilisation est facilitée par les mécanismes d'exécution automatique des ordres développés par les bourses (Designated order Turnaround, mis en place à la bourse de New York).

Les deux stratégies de « program trading » les plus couramment utilisées sont :

- l'index arbitrage, alignant la valeur de l'indice coté à terme avec celle des valeurs sous-jacentes, par l'achat de l'un compensé par la vente de l'autre ;

- le « portfolio insurance », consistant moins en la couverture d'un portefeuille par l'utilisation de produits à terme que leur utilisation à des fins d'amélioration du rendement du portefeuille (dynamic hedging).

L'accusation portée contre le « program trading » et plus particulièrement contre le « portfolio insurance », provient de l'effet cumulatif qu'il est susceptible de provoquer par rapport à une simple tendance du marché. En effet, la baisse de la valeur des contrats à terme, provoquée par leur vente dans le but de se prémunir contre la diminution du cours des titres sous-jacents détenus en portefeuille, accroît d'autant le volume de contrats devant être vendus afin de maintenir le même niveau de protection selon un phénomène cumulatif transmis au marché au comptant par l'intermédiaire des programmes d'arbitrage.

— *Les marchés dérivés ont été utilisés par les opérateurs en raison de l'absence de liquidité et de l'engorgement de la bourse de New York*

Viennent appuyer cette seconde série d'argument les retards constatés les 19 et 20 octobre pour coter certaines valeurs et l'incapacité de fait de mettre en oeuvre des programmes d'arbitrage. L'écart constaté entre les deux marchés paraît certes avoir provoqué le jeu des index arbitrageurs qui reportent la tendance à la baisse sur les valeurs sous-jacentes mais il a davantage reflété le rôle directeur joué pendant cette période par les marchés dérivés. Ces marchés en effet permettaient aux opérateurs de se couvrir à la baisse, alors que la bourse de New York ne parvenait qu'avec un grand retard à coter les valeurs.

La liquidité des bourses nord américaines est organisée autour du rôle du spécialiste chargé de maintenir un « fair and orderly market » pour la valeur dont il est responsable, c'est-à-dire intervenir en contre tendance afin d'éviter les variations excessives de cours de manière à assurer la continuité des cotations.

En fait, la capitalisation insuffisante des firmes de spécialistes ne leur a pas permis de lutter contre la tendance quand elle ne les a pas contraintes à l'accompagner.

L'engorgement du marché résulte du volume de négociations qui a été enregistré pendant la crise boursière : sur la seule journée du 19 octobre, environ 600 millions de titres ont été échangés sur la bourse de New York, soit plus de cinq fois la moyenne quotidienne enregistrée au cours de l'année.

Quelle que soit l'explication retenue, cette analyse met en lumière les liens étroits qui unissent le marché sous-jacent et les marchés dérivés. Aux États-Unis, c'est le choix suivant qui a été effectué dans le domaine du couple liquidité-volatilité :

— le marché sous-jacent, organisé à l'origine principalement en fonction des investisseurs individuels, privilégie la lutte contre la volatilité en lissant l'évolution des cours quelquefois au détriment de la liquidité du marché ;

— les marchés dérivés sur indice, davantage destinés aux investisseurs institutionnels, par contre mettent en avant l'objectif de liquidité en facilitant la réalisation des transactions, même au prix d'une variation de cours importante.

Cette philosophie était susceptible de créer de graves distorsions en période de crise, dès lors que l'interconnection entre les deux marchés d'un même produit, l'indice, était inévitable.

Le retournement de la tendance, dans le courant de l'après-midi du mardi 20 octobre provient de la conjugaison de plusieurs phénomènes :

— l'action du Federal Reserve Board annonçant qu'il était prêt à soutenir l'équilibre du marché financier en autorisant les banques à augmenter le volume de leurs crédits aux acteurs du marché ;

— l'action de la SEC autorisant les sociétés à racheter leurs propres titres afin de soutenir leurs cours ;

— la suspension des négociations sur les principaux contrats à terme sur indice, à l'exception de celui qui portait sur le plus faible nombre de valeurs, le MMI (Major Market Index) sur lequel un redressement du marché pouvait plus aisément être obtenu.

C. — L'EXTENSION DE LA CRISE BOURSIÈRE EN FRANCE

L'extension de la crise boursière sur l'ensemble des marchés financiers, et notamment en France, confirme leur internationalisation.

Une appréciation de ce mouvement de propagation peut être obtenue en comparant les plus hauts et les plus bas sur les principaux marchés au cours de la période située entre le 12 et le 30 octobre 1987.

INDICES	PLUS HAUT	PLUS BAS	BAISSE EN %
Dow Jones.....	2 508,2	1 738,4	30,7
FT 30 Londres.....	1 847,4	1 288,5	30,3
Nikkei 225 Tokyo.....	27 546,5	21 910,0	20,5
CAC Paris.....	395,0	293,6	25,7
Commerzbank Frankfort.....	1 946,9	1 427,1	26,7

Ce mouvement s'est réalisé dans le cadre d'un volume de négociations tout à fait exceptionnel enregistré sur l'ensemble des places : à Paris, les transactions sur actions françaises ou étrangères qui s'établissaient à 1,5 milliard de francs en moyenne journalière avant la mi-octobre, se sont élevées à plus de 4 milliards de francs le 20 octobre. A partir du début du mois de novembre, les échanges ont diminué et sont revenus bien au-dessous de 3 milliards de francs.

Sur le marché à règlement mensuel, l'ampleur des mouvements de baisse observés lors de certaines séances de bourse a empêché la cotation de plusieurs valeurs tandis que d'autres ont atteint l'écart maximum autorisé de 20 % :

	19-10-87	26-10-87	28-10-87
Les 15 plus fortes variations enregistrées	de — 15,67 % à — 20 %	de — 14,3 % à — 20 %	de — 16,18 % à — 20 %
Nombre de baisses de 19/20 % (dont marché continu)	6 (4)	4 (1)	8 (2)
Nombre de baisse supérieures à — 15 % (dont marché continu)	15 (7)	11 (8)	15 (6)
Nombre de valeurs n'ayant pu être cotées et réservées à la baisse	3	—	5

De même, des suspensions de cotation, d'une durée plus ou moins longue, ont dû intervenir, soit à l'ouverture, soit en cours de séance, comme cela est mentionné dans le tableau ci-dessous pour ces journées du 19, 26 et 28 octobre 1987 :

	19-10-87	26-10-87	28-10-87
Nombre de valeurs suspendues à l'ouverture	12	9	6
Nombre de suspensions temporaires intervenues en cours de journée (valeurs concernées)	93 (57)	67 (48)	75 (37)
Rappel du nombre de valeurs cotées en continu	93	101	101

Sur le marché au comptant et le second marché, la règle d'écart de cours de 4 % a été amenée à jouer pour un grand nombre de valeurs : ainsi, la moitié d'entre elles n'a pu être cotée lors de la séance du 28 octobre 1987.

	19-10-87	26-10-87	28-10-87
<i>Comptant :</i>			
— Valeurs offertes	129	114	158
— Valeurs non cotées	65	72	68
Total	194	186	226
En % du nombre de sociétés cotées	40 %	39 %	47 %
<i>Second marché :</i>			
— Valeurs offertes	53	68	118
— Valeurs non cotées	14	13	12
Total	67	81	130
En % du nombre de sociétés cotées	27 %	33 %	53 %

Le second marché, peut-être grâce aux contrats de liquidité et sans doute à des ordres de ventes qui initialement ont été, toutes proportions gardées, moins importants, semble avoir été moins affecté que le marché au comptant de la cote officielle durant les deux premières journées de forte baisse. En revanche, le 28 octobre, 53 % des valeurs n'ont pu être cotées.

Sur le *MATIF*, la crise boursière s'est traduite également par une variation considérable des cours associée à une explosion du volume d'activité : la fluctuation quotidienne maximale qui avait exceptionnellement atteint le chiffre de 350 points de base le 17 avril 1986, a retrouvé la même amplitude à la baisse ou à la hausse à trois reprises et l'a largement dépassée le 19 et 20 octobre avec respectivement 420 et 655 points. Dans le même temps, le volume de négociations a dépassé une moyenne quotidienne de 100 000 lots pendant le mois d'octobre.

Le *MONEP*, dont la création ne remontait qu'au 10 septembre 1987, a dû suspendre ses négociations les 21, 23 et 26 octobre en raison de difficultés techniques.

D. — LES ENSEIGNEMENTS DE LA CRISE BOURSIÈRE

Plusieurs enseignements peuvent d'ores et déjà être tirés de la crise boursière à la fois sur le plan du fonctionnement des marchés financiers et sur celui des équilibres économiques et financiers.

1) Le fonctionnement des marchés financiers

Les marchés, à l'exception de la place de Tokyo, demeurent en état de choc. Les cours sont loin d'avoir retrouvé leur niveau de septembre 1987 ; ils demeurent pour certains pays, dont la France, sensiblement plus bas que les niveaux atteints au printemps de 1987.

L'évolution des transactions stagne à un niveau nettement inférieur sur le marché des actions et considérablement plus bas sur les marchés à terme.

Au-delà de ces données sans doute conjoncturelles, les tendances de fond, relevées par la crise boursière, dominent aujourd'hui le fonctionnement des marchés :

— *La globalisation des marchés*

La levée progressive des dispositions relatives au contrôle des changes, le décloisonnement des multiples segments du marché et l'interconnexion des places financières dans le monde qui caractérisent l'évolution des marchés depuis le précédent choc boursier de 1973 ont permis de révéler, à l'occasion de la crise d'octobre 1987, combien le phénomène de globalisation constituait désormais une donnée essentielle du nouveau paysage des marchés financiers. A l'exception, relative, de la Corée du Sud, toutes les places ont été touchées très rapidement par l'onde de choc partie de Wall Street le 19 octobre. Cette chute du cours des actions n'a fait que relayer la mauvaise tenue du marché obligataire et précéder les turbulences du marché des changes.

Si la globalisation des marchés a engendré des réactions assez voisines d'une place à l'autre, la crise d'octobre a mis en lumière le caractère assez spécifique de Tokyo (PER très élevés, choc moindre, meilleur autocontrôle du marché) et la nécessité de renforcer la coordination fonctionnelle des différents réseaux d'autorité :

- ministère des Finances ;
- banques centrales ;
- organismes régulateurs des bourses ;
- autorités professionnelles des marchés.

Seule cette coordination fonctionnelle, et sans doute une concertation internationale plus institutionnalisée, peut contrebalancer la puissance de grands groupes privés mondiaux :

- réseaux des maisons de titres et des banques ;
- réseaux des gestionnaires ;
- réseaux de diffusion des informations qui n'ont pas de contrepartie institutionnelle correspondante.

De même que le dogme de la stabilité des cours de change a été, de *facto*, répudié en août 1971, l'instabilité des taux d'intérêt s'est développée à partir de l'automne 1979 et la volatilité qui s'en est suivie s'est propagée aux marchés des obligations et des actions et de manière générale à nombre de produits ou d'instruments financiers.

D'aucuns considèrent cette évolution comme un fléau plus sérieux que la persistance de taux d'intérêt réels élevés. Or la volatilité est devenue une caractéristique majeure et peut-être irréversible des marchés de capitaux. Elle reflète l'ampleur et l'accélération des transactions dues à une diffusion rapide et généralisée, chez les professionnels, d'un flux quasi-continu d'informations. Des décisions peuvent être adoptées en quelques minutes ou secondes et porter sur des volumes très importants. Les principaux détenteurs bénéficiant des mêmes informations au même moment, raisonnant de façon analogue et prenant des décisions dans le même sens, accentuent massivement, et parfois brutalement, les tendances.

2) Les équilibres économiques et financiers

Les conséquences macro-économiques sont celles qui, au moment de la crise ont été les plus redoutées, en raison du souvenir de la récession économique qui avait succédé à la crise boursière, de moindre amplitude, du mois d'octobre 1929.

Cependant, ces conséquences demeurent difficiles à apprécier sur le plan économique.

En effet, les déséquilibres fondamentaux de l'économie mondiale sont toujours présents. Le déficit commercial américain demeure important tandis que le déficit budgétaire se maintient à 150 milliards de dollars. Les problèmes de l'endettement du tiers monde ne sont pas résolus, les taux d'intérêt demeurent élevés.

Par contre, la récession économique attendue, notamment aux États-Unis après la crise boursière, ne s'est pas produite. Il n'y a eu ni réduction massive de la consommation, ni récession marquée des investissements. En dépit du déficit budgétaire et de l'injection volontaire de liquidités monétaires dans l'économie, l'inflation est demeurée modérée. Compte tenu du niveau actuel du dollar et de la croissance des importations japonaises, un scénario de correction progressive des déficits américains n'est pas à exclure, pour peu que des efforts supplémentaires soient réalisés dans le domaine des aménagements apportés au système monétaire international.

Cette analyse revient en fait à conférer un rôle majeur dans le déclenchement de la crise boursière au prix excessif des actions sur le marché américain, provoqué en partie par les investissements extérieurs, notamment japonais, résultant du déséquilibre de la balance des paiements et en partie par une confiance excessive des investisseurs institutionnels dans les techniques de couverture des marchés à terme, comme il a été indiqué précédemment.

En cela, les événements d'octobre 1987 apparaissent comme une correction technique, particulièrement sévère et brutale sans aucun doute, mais justifiée.

Les conséquences financières de la crise sont, par contre plus nettes et plus immédiates.

Pour les intermédiaires financiers d'abord, où à l'euphorie des recrutements a succédé un climat d'incertitudes avec des réductions sévères dans les effectifs, notamment à New York et à Londres. Le brutal retournement de tendance a réduit en effet de manière sensible les volumes de transactions, réduisant d'autant les courtages ou les marges au moment même où la concurrence s'est avivée du fait de la modernisation des marchés (Big Bang de Londres).

Le mouvement de concentration déjà bien amorcé avant la crise ne peut que s'accélérer du fait de la crise. Par contre la poursuite de la baisse des coûts dont les clients institutionnels avaient bénéficié apparaît plus problématique.

Pour les sociétés ensuite, la crise a été l'occasion d'un réexamen approfondi de leur position vis-à-vis de la bourse. Les entreprises cotées en bourse devant la chute de leurs titres, et lorsque leur capital était très dispersé, ont cherché à se mettre à l'abri des risques d'OPA. Les possibilités de la législation américaine ont conduit un certain nombre de sociétés à annoncer une opération de rachat de leurs propres titres. En France, le phénomène de réduction de capital reste marginal. Mais les sociétés ont nettement plus utilisé les procédures de régularisation de cours. La France, peu accoutumée aux offres publiques, a connu dès la fin de 1987 un nombre croissant d'opérations qui traduit d'ailleurs à la fois la sous-évaluation de certains titres et les disponibilités financières de nombreuses entreprises. Le second phénomène notoire a trait au ralentissement sensible du nombre d'introductions à la cote du second marché.

E. — LES MESURES

Les nombreuses analyses réalisées depuis la crise boursière tant aux États-Unis, au Royaume-Uni qu'en France n'ont pas conclu à la condamnation des marchés à terme ou optionnels, ni à celle du « program trading », dont les effets sur les marchés d'actions, tout au moins en période normale, ne semblent pas avoir accru leur volatilité, alors qu'ils en améliorent la liquidité.

La reconnaissance de l'intérêt complémentaire de ces nouveaux marchés dérivés pour les marchés au comptant, a conduit néanmoins à mettre l'accent sur la nécessité d'une harmonisation des conditions de fonctionnement de ces deux types de marchés.

Ainsi les principales mesures préconisées notamment aux États-Unis consistent à :

— *renforcer la liquidité des marchés des actions*, par une augmentation de la capitalisation des firmes de spécialistes opérant sur les bourses nord américaines, quitte à accepter l'idée de leur rachat par des maisons de titres ainsi que par un accroissement des obligations des « market makers » désignés sur le marché hors cote. Cette même orientation est également retenue pour les « market makers » opérant sur la bourse de Londres ;

— *harmoniser les modalités de fonctionnement* des marchés dérivés par rapport au marché au comptant, principalement dans le domaine du montant des couvertures exigées des opérateurs par un relèvement de celles définies sur les marchés dérivés ;

— *fixer des normes de variations de cours* autorisées sur les marchés dérivés pour les mettre en rapport avec celles autorisées sur les marchés d'actions. Par contre, la bourse de Londres s'est refusée jusqu'à présent à définir des limites de variations de cours, dans un contexte, il est vrai, différent puisque le volume de transactions enregistré sur les marchés dérivés n'y représente qu'environ 10 % de celui constaté sur le marché sous-jacent contre 400 % aux États-Unis ;

— *compléter les équipements techniques* pour les mettre en mesure de répondre sans incident à des variations brutales de volume d'activité, notamment en ce qui concerne les mécanismes d'exécution automatique des ordres (Designated Order Turnaround D.O.T., à la bourse de New York), mécanismes dont la place de Londres envisage de se doter dans le courant de l'année 1988.

Par ailleurs, la création d'un produit indiciaire négocié au comptant et livrable sans doute sous la forme d'un fonds représentatif de l'indice, fait l'objet d'une étude à la bourse de New York, reprenant en cela une recommandation formulée par le rapport Katzenbach. Ce projet est destiné à resserrer les liens qui existent entre les produits dérivés sur indice d'actions et le marché au comptant des valeurs comprises dans cet indice en permettant des livraisons en physique de l'indice et non plus seulement en espèces, sans perturber le fonctionnement quotidien du marché de ces valeurs.

— *unifier le contrôle exercé sur le marché* actuellement réparti aux États-Unis entre la S.E.C. pour les actions et les options d'une part et la C.F.T.C. pour les contrats à terme et les options portant sur ces contrats d'autre part. La solution préconisée par le rapport Brady consistant à confier à la banque centrale, le Federal Reserve Board, le rôle de supervision pour les problèmes communs à ces deux types de marchés pour les produits financiers, reste encore à l'étude aujourd'hui, en raison des contestations qu'elle a soulevées.

En France, la réflexion sur l'organisation de ces nouveaux marchés a été confiée, par le ministre des Finances, à une commission présidée par M. Deguen. Ses conclusions sont reprises dans le corps du présent rapport au chapitre II.

III. — Le marché en 1987

Après le très fort développement du marché financier observé les années précédentes, l'année 1987 a connu une baisse de 7,5 % du montant brut des émissions de valeurs mobilières, passé de 488,9 milliards de francs en 1986 à 452,3 milliards de francs.

Cette régression est due à celle des émissions d'obligations et de titres participatifs (— 16 %), les émissions d'actions et de certificats d'investissement ayant pour leur part, progressé de 14,1 %.

Les émissions d'actions ont atteint 156,9 milliards de francs contre 137,3 l'année précédente. Cette croissance ne provient néanmoins que de celle des augmentations de capital réalisées sans appel public à l'épargne (100,3 milliards de francs en 1987, 74,6 en 1986, soit + 34,3 %). En effet, en 1986, les émissions d'actions et de certificats d'investissement placées dans le public avaient presque triplé par rapport à 1985, en raison, notamment, de très importantes émissions de certificats d'investissement effectuées par des sociétés nationalisées, en liaison avec les perspectives de privatisations (le montant émis avait été de 18 milliards de francs contre seulement 2,5 en 1987). Au contraire, en 1987, les émissions placées dans le public ont subi une légère réduction (— 9,9 %) en passant de 62,8 milliards en 1986 à 56,6. Certaines opérations projetées pour la fin de l'année 1987 ont été annulées ou reportées à la suite de la crise boursière d'octobre.

Si l'on s'en tient aux augmentations de capital des sociétés inscrites à la cote officielle ou au second marché, le ratio rapportant leur montant à celui de la capitalisation boursière s'inscrit en retrait par rapport à celui atteint l'année précédente : 4,4 % contre 5,2 %.

Les émissions brutes d'obligations et de titres participatifs, quant à elles, ne se sont élevées qu'à 295,4 milliards de francs contre 351,5 en 1986 (— 16 %). Cette diminution résulte essentiellement de la réduction de la collecte de l'État (81 milliards de francs contre 141,3 en 1986) dont les besoins ont été limités par les recettes issues des opérations de privatisation et dont la part dans le volume des émissions est tombée de 40 à 27 %.

De manière générale, les incertitudes concernant l'évolution des taux d'intérêt ou leur orientation à la hausse (9,94 % en décembre 1987 pour le taux de rendement au règlement des emprunts du secteur public contre 8,89 en décembre 1986) ont été un frein au développement du marché obligataire, ainsi que les arbitrages effectués par les SICAV et F.C.P. en faveur des titres du marché monétaire et les placements du public en titres de sociétés privatisées.

La baisse des émissions nettes d'obligations a été plus accentuée que celle des émissions brutes : 203,5 milliards de francs contre 275,6 en 1986 (— 26,2 %) ; il en est de même pour l'ensemble des émissions nettes de valeurs mobilières (357,6 milliards de francs contre 403,7, soit — 11,4 %), qui ne représentent plus désormais que 36 % de la formation brute du

capital fixe contre 44 % l'année précédente. Encore convient-il de remarquer que la réduction des émissions nettes eût été beaucoup plus prononcée si l'on avait tenu compte des rachats de titres d'État effectués par la Caisse d'amortissement de la dette publique (30,1 milliards).

Pour être cohérente, une vision d'ensemble du marché financier en 1987 et des placements en valeurs mobilières doit, parallèlement à la baisse des émissions sur le marché primaire, enregistrer la diminution des souscriptions nettes aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières (SICAV et F.C.P.) passées de 241,3 milliards francs en 1986 à 174,6 en 1987, et l'importance du volume de titres placés sur le marché secondaire par le biais des opérations de privatisation : en 1987, la valeur totale des titres cédés à cette occasion s'est élevée à 72,5 milliards de francs dont 35 représentent, pour dix sociétés, le montant de l'offre publique de vente effectuée en France (38,8 si l'on inclut les souscriptions des salariés).

Concernant l'activité boursière proprement dite, l'année 1987 a connu un accroissement du volume des transactions, inférieur néanmoins à celui constaté les années précédentes : 3 090 milliards de francs (contre 2 150 en 1986, soit + 43,7 %) qui se répartissent à hauteur respectivement de 608 milliards de francs et 2 482 milliards entre les actions (+ 40,4 %) et les obligations (+ 44,5 %).

Le succès du second marché s'est confirmé puisque 87 sociétés nouvelles y ont été introduites, portant à 260 le nombre total de sociétés françaises qui y sont inscrites après que 4 sociétés ont été transférées à la cote officielle ; cette dernière s'est également enrichie de 9 autres valeurs, dont 7 admises à la suite des privatisations.

Après une évolution contrastée des cours tout au long de l'année 1987 qui s'est terminée par une forte chute de l'indice C.A.C. des actions à la suite de la crise boursière d'octobre 1987 (— 29,4 % au 31 décembre 1987 par rapport à la même date, un an auparavant), la capitalisation boursière des actions a franchi à la baisse la barre des 1 000 milliards de francs : elle n'était plus, fin 1987, que de 967,7 milliards de francs, contre 1 151,3 à la fin 1986 (— 15,9 %), dont 929,2 milliards de francs pour la cote officielle (— 15,8 %) et 38,5 milliards pour le second marché (— 18,2 %).

A. — LA COTE OFFICIELLE

1) Les admissions à la cote officielle

a) *Actions françaises*

Treize valeurs françaises nouvelles ont été inscrites à la cote officielle en 1987 :

— sept valeurs admises dans le cadre de la privatisation (loi du 6 août 1986) : une société industrielle (Compagnie générale d'électricité), deux compagnies financières (Paribas, Suez) et quatre établissements de crédit (Société générale, Crédit commercial de France, Société générale alsacienne de banque « SOGENAL », Banque du bâtiment et des travaux publics). Il est à noter que les actions SOGENAL ont été inscrites à la bourse de Nancy ;

— quatre valeurs transférées du second marché (Banque financière parisienne « BAFIP », Drouot assurances, Cap Gemini Sogeti S.A. et Ingenic);

— deux valeurs nouvelles, Eurotunnel et Parfinance, cette dernière ayant sollicité son admission après l'absorption d'une société déjà inscrite à la cote officielle.

Dans trois de ces dossiers d'introduction, la Commission a admis des dérogations expressément prévues par son règlement 87-01 relatif à l'admission de valeurs mobilières à la cote officielle : dérogation ayant trait à la part du capital diffusée dans le public pour Cap Gemini Sogeti (article 19 : exception au pourcentage de 25 % dans la mesure où le flottant est supérieur à 500 000 titres) ; dérogation relative à la durée d'existence pour Eurotunnel et Parfinance (article 15 : dérogation à l'obligation d'avoir publié les comptes de trois exercices lorsque la Commission a l'assurance que les investisseurs disposent des informations nécessaires pour se former un jugement fondé).

La capitalisation boursière totale de ces nouvelles sociétés représente au 31 décembre 1987 un montant de 96 milliards de francs, dont 72,2 milliards pour les sept sociétés privatisées.

b) *Actions étrangères*

Neuf introductions de valeurs étrangères ont été réalisées en 1987, contre huit en 1986. Elles se répartissent comme suit : trois britanniques, deux japonaises, une allemande, une américaine, une italienne et une sud-africaine.

c) *Titres participatifs*

Aucune émission nouvelle de titres participatifs, qui ait été admise à la cote officielle, n'a été réalisée durant l'année.

En revanche, lors de la privatisation de la Compagnie Générale d'Électricité, il a été offert aux porteurs des titres participatifs émis par la société en 1983 et 1985 de les échanger contre des actions.

d) *Certificats d'investissement*

Une seule société privée, Promodès (contre huit en 1986), a émis des certificats d'investissement qui ont été admis à la cote officielle. Lors des privatisations, il a été procédé, dans tous les cas où les sociétés en avaient émis, à des offres publiques d'échange des certificats d'investissement contre des actions (Paribas, Société Générale, Suez, Havas).

e) *Obligations*

Neuf émissions d'obligations réalisées par des émetteurs qui n'étaient pas inscrits auparavant ont été admises à la cote officielle.

L'année 1987 a vu l'introduction à la cote officielle de dix emprunts internationaux libellés en francs ou en écus, dont quatre réalisés par des émetteurs français. Deux de ces emprunts ont été inscrits en bourse de Lyon.

2) Les radiations de la cote officielle

Quatre mesures de radiation ont été prises en 1987 à la suite d'opérations ayant réduit la part du capital dans le public ou de procédures de liquidation.

B. — LA COTE DU SECOND MARCHÉ

Quatre-vingt-sept sociétés françaises (cinquante-huit en 1986) ont été en 1987 admises à la cote du second marché ce qui, après huit transferts à la cote officielle, radiations et fusions, porte à deux cent soixante-cinq (dont cinq valeurs étrangères) le total des valeurs inscrites à la fin de l'année, contre cent quatre-vingt-une (dont cinq valeurs étrangères) un an auparavant.

En dépit de ce rythme exceptionnel d'introductions, le plus élevé jamais enregistré depuis la création du second marché, la capitalisation boursière a diminué de 19,7 %, revenant de 131,8 milliards de francs à 110,1 milliards, sous l'effet de la baisse sévère des cours à partir du 19 octobre. Si l'on élimine de ce montant de 110,1 milliards de francs la capitalisation des sociétés introduites en 1987, la régression en un an, à structures constantes, ressort à 32,7 %.

Répartition de la capitalisation boursière au 31 décembre 1987

Nombre de sociétés françaises admises à la cote du second marché au 31-12-87.....	13 issues du H.C. spécial	25 en 1983	28 en 1984	50 en 1985	56 (*) en 1986	86 (*) en 1987
Capitalisation boursière en milliards de francs.....	3,8	8,25	11	23,2	24,35	39,5
Total : 110,1 milliards de francs.						
(*) Hors la Compagnie Française de Produits Industriels C.F.P.I. admise en 1986 et Frankoparis admise en 1987 inscrites uniquement pour des obligations convertibles.						

Plus du tiers des sociétés (quatre-vingt-neuf) sont inscrites sur des bourses régionales. Elles représentent une capitalisation boursière de 14,3 milliards de francs, (soit 13 % du total).

Compte tenu des transferts à la cote officielle et surtout de la baisse des cours, la taille moyenne des sociétés inscrites s'inscrit en diminution sensible : 30 % des sociétés (21 % en 1986) affichent à la fin de l'année une capitalisation boursière inférieure à 100 millions de francs et représentent 4 % de la capitalisation totale (1,85 % fin 1986) tandis que la part des sociétés de valeur boursière supérieure à 1 milliard de francs est revenue de 17,8 % à 10,8 % en nombre et de 65,1 % à 51 % en capitalisation.

Les sociétés du second marché ont développé leurs opérations financières dans une très forte proportion. En 1987, soixante-cinq opérations ont eu lieu qui ont permis aux entreprises de disposer de ressources nouvelles pour un montant de près de 10 milliards de francs. Par rapport à 1986 le nombre des opérations a plus que doublé tandis que le montant des ressources collectées augmentait de près de la moitié. Au titre des seules augmentations de capital, les entreprises du second marché ont ainsi collecté 4,9 milliards de francs.

1) Les caractéristiques des sociétés françaises admises en 1987

Parmi les quatre-vingt-sept sociétés inscrites dans l'année, vingt-cinq l'ont été sur une bourse régionale (dix-neuf en 1986). Proportionnellement, la part des bourses régionales (29 %) est un peu inférieure à celle enregistrée au cours des deux années précédentes où elle représentait plus du tiers.

A l'exception de la bourse de Marseille, toutes les bourses régionales ont connu au moins deux introductions. La bourse de Lyon confirme son rang de première bourse régionale (quinze nouvelles valeurs contre quatorze en 1986) : la capitalisation du second marché lyonnais — 48 sociétés — représente désormais 47,4 % de la capitalisation totale de la place (45 % en 1986).

En ce qui concerne les activités des sociétés admises, l'année 1987 a vu s'amplifier la diversification observée en 1986. Sur les trente-quatre secteurs distingués par la Chambre syndicale des agents de change, trente-deux sont désormais représentés au second marché. Les quatre-vingt-sept introductions effectuées ont eu lieu dans vingt-trois secteurs contre dix-huit en 1986.

Les principaux secteurs d'activité restent :

- les sociétés financières (assurances, banques, société d'investissement...) avec cinquante-trois sociétés ;
- l'informatique avec trente-cinq sociétés ;
- le textile avec vingt-trois sociétés ;
- et la distribution avec vingt-trois sociétés.

La progression des secteurs de sociétés informatiques et financières a été la plus sensible : le nombre des premières ayant plus que doublé et celui des secondes ayant augmenté de plus de moitié.

Deux autres secteurs ont pris une nouvelle importance :

- la construction mécanique avec dix-huit sociétés ;
- et les divers biens de consommation non durables avec seize sociétés.

Parmi les sociétés admises dans l'année, figurent notamment deux sociétés privatisées pour lesquelles le second marché est apparu plus adéquat que la cote officielle. La Banque Industrielle et Mobilière Privée « B.I.M.P. » en raison de sa taille, T.F.1. en raison de l'absence de données financières permettant d'apprécier sa capacité bénéficiaire dans les conditions requises pour l'admission à la cote officielle (cf. page 18).

Le volume des transactions sur l'ensemble des valeurs du second marché a presque doublé d'une année sur l'autre (55,3 milliards en 1987, contre 29,7 milliards en 1986). La part du capital détenue par le public, que la Commission avait estimée fin 1986 à 21 %, aurait progressé quelque peu en 1987 pour s'établir à près de 23 %. Ce chiffre doit être apprécié avec prudence, sachant qu'il est estimé à partir d'informations portées à la connaissance de la Commission tout au long de l'année. Les données qui le sous-tendent n'ont pas été systématiquement réajustées à la fin de l'année. On pourrait légitimement s'attendre à ce que le reflux des cours enregistrés après le 19 octobre ait entraîné une certaine contraction du flottant.

2) Les radiations de la cote du second marché

Deux sociétés ont fait l'objet d'une mesure de radiation à la suite d'opérations de rachat de la part placée dans le public : maintien de cours pour Gregory, offre publique d'échange pour la Compagnie Occidentale Forestière.

La radiation d'Isotherma a également été prononcée ; la procédure de redressement judiciaire à laquelle avait été admise cette société fin 1986 ayant abouti à un plan de cession partielle des actifs et à la liquidation des autres éléments d'actif, les titres de la société ont perdu toute valeur.

3) Les difficultés rencontrées

A l'exception des problèmes d'information périodique et d'information permanente qui ne sont pas spécifiques aux sociétés du second marché (cf. page 153), plusieurs types de difficultés sont apparus, liés soit au statut et à la structure des sociétés demandant leur admission, soit aux opérations préalables à l'introduction. Par ailleurs, les procédures d'admission elles-mêmes ont continué de poser des problèmes.

La Commission a veillé à ce que ne soient introduites que les sociétés dont les structures juridiques et les modalités de contrôle sont claires. Des sociétés dont l'activité repose essentiellement sur des relations avec des entreprises sœurs ont dû différer leur admission jusqu'à simplification de l'organigramme.

Dans de telles situations, le public devenu actionnaire aurait risqué de disposer d'une information insuffisante sur la nature exacte des relations entre les entreprises liées.

Le report de l'introduction a également été demandé à des sociétés dont l'actif essentiel était constitué par une participation minoritaire dans une autre société cotée.

Le cas a été présenté à la Commission d'une société soumise à la loi du 21 décembre 1972 relative aux remisiers et gérants de portefeuille et dont les statuts comportaient une clause d'agrément. La Commission a estimé que cette clause, imposée en l'occurrence par la loi à la société, était incompatible avec la cotation au second marché, de même que le risque pesant sur la société qui pouvait se voir interdite d'activité si la carte de remisier était retirée à l'un des actionnaires du groupe majoritaire.

Enfin, la Commission s'est montrée réticente à inscrire au second marché les actions des sociétés ayant adopté le statut de commandite par actions, estimant qu'une telle structure était en contradiction avec le souhait d'ouvrir le capital d'une société au public.

Les opérations préalables à l'introduction doivent être rappelées dans le prospectus qui doit décrire, comme le précise l'Instruction, « les conditions dans lesquelles le personnel ou les partenaires extérieurs ont pu rentrer dans le capital préalablement à l'admission ». Pour assurer l'équité entre les actionnaires récents de l'entreprise et le public, un délai de blocage des titres acquis dans les mois précédant l'introduction est en général institué, délai qui est précisé dans le prospectus.

Aucun blocage n'est requis pour les salariés entrés récemment dans le capital, si le prix payé est peu différent du prix d'introduction envisagé. Si l'avantage de prix est supérieur à 10 % du prix, le blocage doit être de six mois à compter de la date d'acquisition. Il peut atteindre quatre ou cinq ans si l'avantage est de plus de 50 %.

Pour tous les autres partenaires extérieurs entrés récemment dans le capital, un délai minimum de conservation de six mois s'impose, même en l'absence de toute plus-value potentielle. Ce délai est porté à quatre ans au moins en cas d'avantage supérieur à 40 %. Des aménagements peuvent être prévus pour ne pas différer inutilement l'introduction de titres de la société : la cession d'une partie des titres acquis (10 % au plus) peut être autorisée si le délai de conservation est allongé pour la partie restante.

Dans le même esprit, les services de la Commission ont veillé au respect de la règle de la transparence pour les opérations réalisées par les intermédiaires financiers chargés de l'introduction.

Le fonctionnement des procédures d'introduction a connu un certain nombre de difficultés dont la diversité a reflété la situation contrastée du marché.

Pendant les trois premiers trimestres de 1987, les principaux problèmes ont résulté, comme en 1986, de l'abondance des demandes de titres.

Durant cette période les demandes ont fréquemment représenté plus de cinquante fois les titres offerts, même lorsqu'un blocage des fonds était imposé. Un cas s'est même présenté où le volume de titres demandés était deux cents fois supérieur à celui des titres offerts.

Cette forte demande a conduit à développer le recours à l'offre publique de vente qui a dû être retenu treize fois à la suite de l'échec soit de la procédure ordinaire (trois cas), soit de la procédure de mise en vente (dix cas).

Au surplus la persistance de cette demande importante a conduit à de longs délais — jusqu'à quinze jours — pour atteindre le cours d'équilibre.

Le dernier trimestre de 1987 a vu l'apparition de nouveaux problèmes sur le second marché. Les procédures d'introduction devenues traditionnelles, comme la mise en vente ou l'offre publique de vente, ont parfois posé des problèmes lorsque le faible volume de la demande ne permettait pas le placement de tous les titres offerts.

En revanche, on a assisté à un recours de plus en plus fréquent à la procédure ordinaire qui permet un placement progressif des titres offerts et évite les difficultés rencontrées par les procédures de mise en vente ou de l'offre publique de vente, lorsque le contexte boursier devient plus incertain.

Il est arrivé que le placement de la totalité des titres offerts, en partie auprès d'investisseurs liés aux intermédiaires introducteurs, se soit opéré dès le premier jour d'introduction, pouvant laisser croire que l'opération avait été un succès, ce qu'infirmait l'évolution ultérieure des cours.

4) Examen des dossiers des sociétés inscrites depuis trois ans à la cote du second marché

Conformément à la décision générale de la Commission créant le second marché, les admissions à cette cote ne sont initialement prononcées que pour une période probatoire de trois ans. A l'expiration de ce délai, la Commission, après avoir recueilli l'avis de la Chambre syndicale des agents de change, décide soit le maintien des titres à la cote du second marché, soit leur radiation, soit, si la société le demande et si elle remplit les conditions requises, leur admission à la cote officielle.

La Commission a été amenée à examiner en 1987 le cas de vingt et une sociétés : dix-sept sociétés introduites au second semestre 1983 et quatre sociétés maintenues avec sursis au cours d'examens antérieurs.

Il est rappelé que quatre conditions essentielles doivent être remplies pour justifier le maintien d'une société à la cote du second marché :

- une diffusion des titres dans le public au moins égale à 10 % du capital ;
- une liquidité du titre conforme aux paramètres définis par la Chambre syndicale et la Commission ;
- une politique d'information conforme aux recommandations de la Commission ;
- enfin, un niveau de qualité et de contrôle des comptes au moins égal au niveau requis des sociétés dont les actions sont admises à la cote officielle.

Sur la base de ces différents critères, la Commission a décidé en 1987 :

- de maintenir à la cote du second marché neuf des vingt et une sociétés étudiées ;
- de maintenir sept autres sociétés sous condition soit d'amélioration de la politique d'information, soit d'amélioration de la liquidité du titre ;
- de revoir ultérieurement le cas de cinq autres sociétés qui se sont engagées auprès de la Commission à remédier de manière rapide à leurs insuffisances.

5) La mise en œuvre de l'instruction de septembre 1986

Les sociétés introduites à la cote du second marché l'ont été dans les conditions prévues par l'instruction de septembre 1986. Celle-ci avait adapté la procédure prévue en 1983 pour tenir compte du développement du second marché.

Les nouvelles dispositions mises en œuvre ont permis une amélioration sensible de l'information du public. Celui-ci peut désormais disposer, grâce au prospectus financier élaboré par la société introduite, d'informations détaillées et normalisées. La Commission a eu l'occasion de rappeler aux sociétés que l'existence de ce prospectus doit être mentionnée dans toute publicité liée à l'introduction.

Cette amélioration devrait être poursuivie, puisque les sociétés introduites en 1987 se sont engagées au terme d'un délai de trois ans à assurer la diffusion des mêmes informations que celles demandées aux sociétés inscrites à la cote officielle.

L'instruction de septembre 1986 avait aussi prévu d'associer plus étroitement les compagnies régionales de commissaires aux comptes au processus d'introduction. Elle a ainsi prévu l'information systématique de ces compagnies préalablement à l'introduction. Le détail de l'intervention des compagnies régionales n'a cependant pas pu être complètement arrêté à la fin de l'année 1987.

Mais, sans attendre, la Commission a adapté l'instruction de septembre 1986 pour prévoir la désignation d'un commissaire aux comptes supplémentaire, si elle le juge utile, lors de l'introduction sur le second marché.

Elle a également modifié son instruction en vue de permettre que les sociétés inscrites au second marché pour leurs actions voient coter à ce même marché les obligations qu'elles émettent. Cette mesure, prise après avis de la Chambre syndicale des agents de change, a pris effet début juillet 1987.

C. — LES BOURSES RÉGIONALES

En atteignant 78,1 milliards de francs le volume des transactions réalisés sur l'ensemble des six places régionales s'est accru de 40,4 % en 1987, alors que le doublement s'est produit en 1986 après avoir été de 42 % en 1985.

On constate sur l'ensemble de l'année très exactement les mêmes phénomènes qu'en 1986 :

— La prépondérance des obligations sur les actions, mais leur part globale a décliné, passant de 75 % à 71 % en raison de taux de progression spectaculaire sur le marché des actions de la cote officielle (+ 61 %) et du second marché (+ 136 %).

— La prépondérance de la bourse de Lyon, bien que son taux de progression ait été plus faible que sur les autres bourses régionales et sa part ramenée de 61 % à 51,5 %.

— La forte croissance du marché obligataire à Bordeaux (+ 84 %) et à Lille (+ 109 %), plus faible à Nancy (+ 67 %).

— La croissance des transactions effectuées sur le second marché qui ont représenté, toutes bourses régionales confondues, 74,8 % des transactions sur actions inscrites à la cote officielle contre 55 % l'année précédente.

— La capitalisation boursière des actions cotées sur les places régionales qui a atteint 38,3 milliards de francs, est constituée, à hauteur de 35 % par les actions du second marché.

Ces constatations, qui confirment des tendances antérieures sur l'ensemble des bourses régionales, risquent de ne pas se reproduire en 1988 à la suite de la crise boursière. On a assisté à la fin de l'année 1987 à une contraction considérable du volume des transactions.

CHAPITRE II

La modernisation du marché

L'année 1987 a été marquée par de très importantes réformes institutionnelles des marchés financiers tant dans le domaine de la bourse des valeurs, avec la transformation de l'organisation du marché et du statut des agents de change, que dans celui des marchés dérivés, avec l'ouverture des marchés d'options négociables (MONEP) et la fusion de la bourse de commerce et du MATIF. Enfin, à la demande du ministre des Finances, une Commission présidée par M. Deguen, tirant les enseignements de la crise boursière, a formulé un certain nombre de recommandations sur la poursuite de la modernisation de la Place de Paris.

I. — La modernisation de la bourse des valeurs

Le Parlement a adopté lors de la session d'automne 1987 la loi portant réforme de la bourse des valeurs promulguée le 22 janvier 1988.

Ce texte traduit la volonté des pouvoirs publics d'adapter les structures du marché boursier français face à la compétition internationale par une transformation du statut juridique des opérateurs.

A. — L'ORGANISATION DE LA BOURSE DES VALEURS AVANT LA RÉFORME

Remontant au début du XIX^e siècle (loi du 28 Ventôse an IX) l'organisation des bourses françaises reposait sur des personnes physiques (agents de change), nommées par le ministre des Finances, et la sécurité du marché était assurée par une organisation professionnelle originale : la Compagnie des agents de change. Cependant face à la compétition internationale cette organisation présentait de sérieuses limites.

1) Les agents de change

Les agents de change étaient des personnes physiques ayant le statut d'officier ministériel du fait de leur nomination par arrêté du ministre de l'Économie et des Finances après avoir fait preuve de leur capacité professionnelle.

Comme officiers ministériels ils étaient titulaires de leur charge ce qui leur permettait de présenter leur successeur à l'agrément ministériel. Toutefois il était possible au gouvernement de créer de nouvelles charges.

Les charges pouvaient adopter le statut de sociétés en commandite simple ou de sociétés anonymes faisant appel à des capitaux extérieurs sous réserve que les personnes physiques ayant le statut d'officier ministériel en gardent le contrôle.

2) La Compagnie des agents de change

L'ensemble des officiers ministériels était obligatoirement regroupé dans la Compagnie des agents de change, dont l'organe exécutif était la Chambre syndicale.

La Chambre syndicale était chargée d'assurer le fonctionnement du marché par le biais du règlement général homologué par le ministre de l'Économie et des Finances sur sa proposition et après avis de la Commission des opérations de bourse.

La sécurité financière des transactions était garantie par la solidarité des agents de change et par un fonds commun géré par la Chambre syndicale.

B. — LES OBJECTIFS DE LA RÉFORME

Confrontée, comme les autres places financières, à une compétition internationale accrue, l'organisation traditionnelle de notre marché devait s'adapter pour répondre à cet enjeu par une poursuite de la modernisation.

1) L'adaptation à la compétition internationale

Depuis plusieurs années, les marchés financiers sont marqués par plusieurs tendances de fond qui accompagnent le développement des émissions et des transactions sur valeurs mobilières.

Ces tendances se traduisent par une internationalisation et une institutionnalisation croissantes des marchés et par l'apparition de nouveaux instruments financiers, autant de phénomènes auxquels les structures du marché financier français doivent s'adapter à l'instar des autres places financières avec lesquelles la compétition s'est accrue.

a) *L'internationalisation*

La nécessité d'une diversification géographique des risques et des placements des investisseurs a trouvé dans le développement des communications et des moyens informatiques une réponse qui conduit à une très grande internationalisation des marchés financiers.

Le retrait d'investisseurs étrangers constatés lors de la crise boursière de l'automne 1987 ne remet pas en cause le caractère fondamental de cette ouverture sur l'étranger de tous les marchés financiers.

La Place de Paris se doit de satisfaire la demande internationale qui en résulte, sauf à voir les investisseurs étrangers utiliser d'autres places pour satisfaire leurs besoins, y compris sur les valeurs françaises.

Or, les marchés étrangers, et notamment les trois principales places dans le monde que constituent New York, Tokyo et Londres ne manquent pas d'atouts dans cette compétition.

● *New York*

Le « New York Stock Exchange » offre d'importantes possibilités d'investissement grâce aux puissants opérateurs de marchés que sont les négociants-courtiers (« brokers dealers ») agissant suivant les circonstances comme intermédiaires de leurs clients rémunérés par une commission négociable, soit pour leur propre compte se portant contrepartie de leurs clients. A cela s'ajoutent les spécialistes (« specialists ») dont le rôle est d'assurer la liquidité du marché pour les valeurs dont ils assurent le suivi.

● *Tokyo*

Les « maisons de titres » disposent au Japon d'un monopole de droit sur le marché financier, leur permettant d'assurer un service complet aux investisseurs du fait de la multiplicité des fonctions qu'elles peuvent assurer : émission et placement des titres, intermédiation sur le marché secondaire et activité en contrepartie des ordres des clients. Seule l'activité de gestion de portefeuille est juridiquement séparée. Cependant les sociétés assurant cette dernière fonction ont souvent des liens de capital avec des maisons de titres.

● *Londres*

Pendant longtemps fondé sur le principe de la capacité unique des opérateurs de marché (« broker » : courtier et « jobber » : contrepartistes) le marché de Londres a connu en octobre 1986 une très importante réforme connue sous le nom de « big bang ». Depuis cette date les intermédiaires du marché ont le statut de courtier négociant (« broker dealer ») c'est-à-dire qu'ils peuvent agir pour le compte de leurs clients ou en contrepartie. En outre certains d'entre eux exercent une fonction de teneurs de marché (« market maker ») sur certaines valeurs pour lesquelles ils se portent contrepartie en permanence pour des volumes et une fourchette de prix affichés. Parallèlement à cette réforme de structure, les établissements bancaires ont eu accès au statut d'intermédiaire du marché et le régime des commissions fixes a été supprimé.

b) *L'institutionnalisation*

L'augmentation croissante, au moins jusqu'en octobre 1987, de l'épargne individuelle et collective investie en valeurs mobilières et plus particulièrement de la taille des investisseurs institutionnels (O.P.C.V.M., compagnies d'assurance, organismes de gestion de fonds de pension...) a conduit à une concentration de l'ensemble de l'activité entre un petit nombre d'intervenants professionnels.

Ces derniers souhaitent pouvoir opérer sur des marchés susceptibles de leur offrir à tout instant une possibilité de transaction pour des quantités importantes de titres, quitte à ce que les incidences en terme de volatilité de cours puissent être compensées par des mécanismes financiers appropriés (marchés de couverture).

2) **La poursuite de la modernisation de la Place de Paris.**

a) *Les évolutions récentes du marché financier français*

Le développement des nouveaux besoins des émetteurs et des investisseurs s'est traduit par l'apparition de nouveaux instruments et de nouveaux marchés plus ou moins liés aux valeurs mobilières. C'est ainsi que sont apparus de nouveaux titres tels que les bons, les titres de créance négociables ou de nouveaux instruments tels que les contrats à terme ou d'options négociables. Suivant les circonstances ces nouveaux instruments se sont développés sous l'égide des marchés de valeurs mobilières ou parallèlement à eux.

Le marché financier français a, comme ceux des autres pays développés, connu au cours des dernières années une modernisation rapide de ces techniques de marché qui a conduit à remettre en cause l'organisation traditionnelle des structures du marché des valeurs mobilières.

En effet la mise en œuvre des mesures de modernisation, poursuivie en 1987 comme en 1986, sur la base des décisions adoptées en 1985, a conduit en fait à une mutation profonde de notre marché.

Cette mutation a affecté à la fois les produits offerts à l'épargne, les marchés où ils se négocient et les procédures de négociation.

Utilisant le cadre des dispositions de la loi du 14 décembre 1985, complétant celle du 3 janvier 1983 et du 11 juillet 1985, les sociétés sont désormais pratiquement en mesure d'émettre tout type de produit financier et, notamment, des titres complexes ou des bons de souscription. Les innovations qui ont vu ainsi le jour permettent à la place de Paris de disposer d'une gamme de produits équivalente à celle des autres grandes places financières.

Des nouveaux marchés ont été mis en place. Le marché à terme d'instruments financiers (MATIF) a vu le jour en février 1986 avec un premier contrat sur taux d'intérêt à long terme, suivi en juin 1986 d'un second contrat sur bon du Trésor, puis en décembre 1987 d'une option sur le premier contrat dit notionnel. En septembre 1987, un marché d'options négociables (MONEP) a également vu le jour à la bourse de Paris avec six classes d'options sur actions, portées progressivement à 10 en avril 1988.

De nouvelles procédures de négociation ont été mises en place. L'implantation du marché informatisé C.A.C., à compter de juin 1986, permettra la négociation de l'ensemble des valeurs françaises du marché à règlement mensuel d'ici à la fin de l'année 1988 à l'exception des 10 valeurs servant de support aux options, également négociées en continu mais à la criée ; tandis que le marché obligataire devrait également être accueilli dans sa totalité sur ce support informatisé en mars 1989, selon un processus engagé en mars 1988, suivi du marché au comptant des actions.

En complément des réformes portant sur le mode de négociation en continu, les autorités de marché ont également ouvert la voie en octobre 1985 à un élargissement du rôle des intermédiaires financiers dans l'animation du marché secondaire par une réforme, de la contrepartie et la définition d'une nouvelle catégorie spéciale d'intermédiaire : la société de contrepartie.

b) Les limites de l'organisation traditionnelle

L'organisation traditionnelle de notre marché ne permettait pas en fait de tirer pleinement profit des réformes intervenues, alors que la compétition internationale devenait de plus en plus rude.

En effet, le statut des agents de change constituait un handicap pour bénéficier d'une surface financière suffisante, pour se doter des moyens financiers, techniques et humains et pour développer des activités nouvelles nécessaires au fonctionnement du marché financier français. C'est ainsi que les dispositions nouvelles en matière de contrepartie n'ont été que faiblement utilisées, à l'exception du marché obligataire, encore que ce soient les banques qui en aient été davantage, dans ce domaine, les utilisateurs.

La réforme de l'organisation traditionnelle de notre marché s'imposait donc pour permettre la pleine application des réformes déjà intervenues et également faciliter la poursuite de la modernisation avec la création :

- de nouveaux marchés, avec la cotation de produits sur indice d'actions, principalement ;
- de nouvelles procédures de négociation dans le domaine des actions pour améliorer la liquidité du marché des titres composant l'indice ;
- de nouveaux intermédiaires, associant le savoir faire des agents de change et les moyens des banques, capables d'assurer un marché, dans le cadre de dispositions rénovées de contrepartie.

C. — LA NOUVELLE ORGANISATION DES BOURSES DE VALEURS.

S'inspirant de l'organisation des marchés étrangers et des précédents du MATIF et du MONEP, la loi n° 88-70 du 22 janvier 1988 confie à des personnes morales (les sociétés de bourse) la fonction de négociateurs sous le contrôle d'organisations professionnelles (le Conseil des bourses de valeurs et la Société des bourses de valeurs) auxquelles l'État délègue de larges compétences.

1) Les sociétés de bourse

La loi du 22 janvier 1988 confie le monopole des transactions sur valeurs mobilières à des personnes morales, les sociétés de bourse, offrant des garanties financières et techniques suffisantes. De plus leurs dirigeants doivent présenter également des garanties suffisantes d'honorabilité et d'expérience. Ces sociétés doivent être agréées par le Conseil des bourses de valeurs.

Les sociétés de bourse bénéficient du monopole de la négociation des valeurs cotées sur le marché réglementé, ainsi que celui des cessions directes ou indirectes sur toutes valeurs mobilières à l'exception des cessions intervenant entre deux personnes physiques et certaines personnes morales (voir article 1 alinéa 3 de la loi).

En outre la loi autorise ces sociétés à se porter contrepartie, à négocier des contrats à terme et des options sur valeurs mobilières, à gérer des portefeuilles de titres de toute nature et à adopter le statut de maisons de titres, régies par l'article 99 de la loi bancaire du 24 janvier 1984, afin d'apporter tout concours au placement de valeurs mobilières, telle que la participation à des syndicats d'émission ou de garantie de placement.

Les sociétés de bourse sont garantes à l'égard de leurs clients de la livraison ou du paiement des ordres qu'elles reçoivent.

2) Le Conseil des bourses de valeurs

Le Conseil des bourses de valeurs est un organisme professionnel doté de la personnalité morale composé de douze membres, dont 2 représentant respectivement les sociétés cotées et le personnel des sociétés de bourse, et dix élus par les sociétés de bourse elles-mêmes. Il est chargé d'agréer les sociétés de bourse, d'organiser le fonctionnement du marché par le règlement général et d'exercer le pouvoir disciplinaire.

• *Le règlement général*

Le Conseil des bourses de valeurs établit un règlement général, homologué par le ministre chargé de l'Économie après avis de la Commission des Opérations de Bourse et de la Banque de France.

Ce document fixe les règles relatives à l'agrément et au contrôle des sociétés de bourse; les règles relatives au fonctionnement du marché, à l'admission et à la radiation des valeurs de la cote; les conditions d'octroi d'une carte professionnelle aux personnes physiques agissant pour le compte des sociétés de bourses; les règles de fonctionnement d'un fonds de garantie en faveur de la clientèle des sociétés de bourse.

La loi transfère au Conseil des bourses de valeurs l'admission des valeurs mobilières aux négociations et leur radiation. Ce pouvoir était auparavant exercé par la Commission des opérations de bourse. La COB peut toutefois s'opposer à ces décisions du Conseil des bourses de valeurs. La COB peut également requérir à titre exceptionnel la suspension des cotations afin d'assurer l'information du public et la protection de l'épargne.

• *Les pouvoirs disciplinaires*

Chargé d'agrèer les sociétés de bourse et de fixer les conditions d'octroi des cartes professionnelles aux personnes physiques agissant pour le compte de ces sociétés, le Conseil des bourses de valeurs doit également assurer la discipline du marché.

Il est prévu que soit de son propre chef, soit à la demande du Commissaire du gouvernement ou de la Commission des opérations de bourse, le Conseil sanctionne toute infraction aux lois et règlements applicables aux sociétés de bourse ainsi que tout manquement à des obligations professionnelles.

Outre des sanctions pécuniaires, le Conseil peut prendre des mesures allant de l'avertissement jusqu'à l'interdiction d'exercer.

3) La société des bourses françaises

Au côté du Conseil des bourses, la loi du 22 janvier 1988 a créé une institution financière spécialisée, la Société des bourses françaises, responsable de l'organisation et du fonctionnement du marché.

A ce titre, elle assure l'enregistrement des transactions effectuées par les sociétés de bourse, la publicité des négociations, et la garantie des opérations de compensation effectuées par elle. Elle assure également le contrôle des professionnels des marchés pour garantir le respect des règles juridiques et professionnelles.

Les statuts de cette société sont approuvés par le ministre chargé de l'Économie et la nomination de son directeur général soumise à son agrément.

4) La nouvelle sécurité financière des marchés

Comme les agents de change, les sociétés de bourse sont responsables de la livraison ou du paiement des ordres de leurs clients. La réforme de la bourse organise un système de sécurité à trois niveaux :

- les garanties financières propres aux sociétés de bourse, leur statut de personnes morales devrait offrir davantage de possibilités que le statut antérieur des agents de change, personnes physiques ;
- le fonds de garantie organisé par le Conseil des bourses de valeurs ;
- enfin la loi prévoit que la société des bourses françaises peut être amenée à apporter en tant que de besoin son soutien au fonds de garantie.

5) Entrée en vigueur de la loi

Il est prévu que les agents de change en fonction à la date de la publication de la loi exercent de plein droit les activités des sociétés de bourse.

Aucune société de bourse nouvelle ne sera agréée avant le 31 décembre 1991.

Les charges d'agents de change, transformées de droit en sociétés de bourse, ont la possibilité d'ouvrir progressivement leur capital à des tiers, soit par le biais d'introduction en bourse soit par le biais d'admission de nouveaux associés.

Un accord entre la Chambre syndicale des agents de change et le gouvernement a prévu un calendrier pour cette ouverture progressive du capital, de 30 % du capital au 1^{er} janvier 1988, 49 % au 1^{er} janvier 1989 et 100 % au début de 1990.

Au 31 décembre 1987, une charge avait décidé son introduction à la cote du second marché et 25 autres avaient conclu des accords d'ouverture de leur capital à des tiers. Parmi les tiers concernés il y avait six établissements financiers étrangers (trois anglais, un américain, un suisse et un néerlandais) dix établissements financiers français et trois groupes d'assurance nationaux. Certains établissements ont pris plusieurs participations.

D. — LES PROBLÈMES DE FONCTIONNEMENT DU MARCHÉ

Les problèmes de fonctionnement du marché des actions conduisent à la formulation de plusieurs observations.

Ces observations touchent cinq domaines :

- la transparence du marché ;
- les modes de négociations des ordres ;
- la régularisation des cours ;
- les procédures de règlement-livraison ;
- la rémunération des intermédiaires financiers.

1) La transparence du marché

Les informations de marché n'ont longtemps connu que deux modes traditionnels de diffusion : l'affichage direct des données boursières au sein de la bourse, puis sous forme informatique dans l'ensemble des charges ; la publication par la presse financière spécialisée après la clôture de la séance.

Les possibilités de l'informatique, ainsi que la pression de l'environnement et notamment des banques soucieuses d'obtenir en temps réel des données accessibles jusque là aux seuls agents de change, ont modifié profondément le processus de diffusion.

Le système de diffusion des informations boursières repose aujourd'hui sur trois dispositifs :

- la publication traditionnelle des cours à l'issue de la séance par la presse spécialisée ;

— le développement considérable des serveurs minitel donnant des informations de toutes natures sur la bourse et parfois sur les sociétés cotées ;

— la mise en place pour les professionnels de « Topval » d'une part, et de « Chronoval » de l'autre par la S.D.I.B., Société de diffusion et d'informations boursières, filiale de la Société des bourses françaises.

La publication traditionnelle n'a pas connu de modifications sensibles au cours de l'année 1987. Le nombre de publications ou de pages consacrées à la bourse, ou à la vie des sociétés cotées s'est accru mais les informations restent succinctes concernant les informations de marché proprement dites. Ainsi les volumes de transactions ne sont pas systématiquement mentionnés. En ce qui concerne les valeurs cotées en continu, les cours cités sont en général les cours d'ouverture ou de clôture laissant l'opinion publique mal informée sur les réalités du marché et les fourchettes parfois très larges des cours entre les plus hauts et les plus bas de la séance.

Le développement considérable des serveurs minitel consacrés à la bourse pose des problèmes spécifiques qui ont conduit la COB à réunir les fournisseurs de service qui diffusent des informations boursières par minitel (système kiosque) afin de recueillir leurs points de vue sur les règles à observer pour que le public puisse apprécier la portée et la fiabilité des informations ainsi diffusées.

A l'issue de cette concertation, une recommandation a été publiée dans le Bulletin mensuel d'août-septembre 1987 qui rappelle notamment, que pour la diffusion des cours de bourse les règles suivantes doivent être respectées :

- les informations communiquées doivent être vérifiées au préalable ;
- la retransmission des cours de bourse communiqués par les services de la Société des bourses françaises doit être fidèle, sans ajout ni commentaire, avec indication du moment exact d'extraction (heure d'extraction des cours avec la date indiquée sur les supports informatiques donnés aux éditeurs) ;
- la diffusion des cours de bourse dans tous les cas doit indiquer la source, l'heure de relevé et la date de chaque cours si pour des raisons techniques ils ne peuvent être tous saisis très exactement au même moment.

La COB a mis en garde les fournisseurs de service sur les risques de diffusion des messages libres et anonymes, et a recommandé qu'au minimum une mise en garde soit affichée de manière claire et permanente sur la nature de ces messages et leur absence de valeur professionnelle.

La diffusion par minitel, dont le développement est incontestablement souhaitable devra donc être mieux contrôlée, afin de garantir un service de qualité. Le minitel peut offrir une information évidemment plus rapide que la publication traditionnelle, mais il subsistera par construction un délai de diffusion que le minitel ne pourra combler, compte tenu de l'extension du nombre de valeurs traitées en continu.

La S.D.I.B., Société de diffusion et d'information boursière a donc développé deux services tout à fait appropriés pour ce type d'informations. Il s'agit de Chronoval d'une part et de Topval de l'autre.

Le système Chronoval a été conçu pour une vaste diffusion vers le grand public, et vers le réseau des agences bancaires.

Ce produit est plus ancien que Topval puisqu'il remonte à juin 1986. Sont disponibles actuellement Chronoval et Chronoptions. Chronoval donne pour les valeurs du RM :

- Le prix d'ouverture de la séance du jour ;
- Le dernier cours à l'heure de consultation à l'écran ;
- Le pourcentage de variation par rapport au cours de la veille ;
- Les quantités traitées depuis l'ouverture (ou pour les valeurs non traitées en continu, les quantités de la veille).

Il est possible d'avoir accès à des informations plus générales sur les 15 plus fortes variations à la hausse ou sur les indices.

Chronoval est à la fois très simple d'utilisation et d'un coût relativement faible.

Chronoval peut être reçu en effet, sur un récepteur de télévision sans décodeur particulier (diffusion par le réseau Antiope) moyennant un abonnement de 1 000 F par mois, et à condition de disposer d'un récepteur spécifique. Des modifications techniques à l'étude pourraient réduire très sérieusement ce coût en 1988 ainsi que les limitations actuelles.

Malgré ces réserves, Chronoval donne à présent des indications précieuses en temps réel sur les valeurs cotées en continu qui permettent de passer un ordre à cours limité dans des conditions beaucoup plus satisfaisantes que les seules données publiées.

Topval constitue par contre un modèle de diffusion original et unique en Europe. Alors que Londres a retenu une transmission d'informations par lignes téléphoniques spécialisées, la transmission par voie hertzienne (satellite) en France a permis de faire face sans difficulté au gonflement subit des flux d'informations (crise d'octobre 87) et d'échapper aux contingences des transmissions téléphoniques.

Topval sera à terme, et au plus tard à la fin de l'année 1988 constitué de 5 flux d'informations représentant autant de secteurs de marché. Seul actuellement est ouvert Topval RM pour les valeurs traitées en continu.

Les quatre autres flux sont les suivants :

- Topval obligations : ouverture fin mars 1988. En principe 100 obligations traitées en continu seront ajoutées chaque mois sur Topval ;
- Topval options : ouverture en avril 1988 ;
- Topval MATIF : fin avril-début mai ;
- Topval comptant et second marché : fin juin-début juillet 1988.

Topval RM donne aujourd'hui pour les valeurs cotées en continu des précisions en temps réel qui n'étaient accessibles qu'aux agents de change. Il serait trop long de détailler toutes les possibilités de cette application. Il ne sera cité ici que deux fonctions disponibles sur écran à la demande :

— Marché résumé par valeur :

- La meilleure demande.
- La meilleure offre.
- Le dernier cours coté.
- Le nombre de titres échangés depuis l'heure d'ouverture (10 h).

- La variation de cours par rapport au cours de clôture de la veille.
- Le cours d'ouverture
- Le cours le plus haut de la séance
- Le cours le plus bas
- Meilleures limites par valeur.
- Les 5 meilleures demandes.
- Les 5 meilleures offres.
- Le dernier cours.
- Le plus haut.
- Le plus bas.
- Le nombre de titres traités (depuis l'ouverture de la séance).
- Les 5 derniers échanges avec l'heure des transactions, les cours d'échanges et les quantités.

Il faut noter que Topval offre aussi des possibilités de surveillance de titres sélectionnés par l'utilisateur : écarts de cours maxima, limites inférieures...

Ce produit représente donc un saut qualitatif très important dans la diffusion de l'information et pour le fonctionnement efficace du marché. La disparition symbolique, de la corbeille, dont la presse s'est largement fait l'écho, n'est que l'expression concrète des réformes plus profondes mal perçues par l'opinion publique, et dont les nouvelles méthodes de gestion de l'information décrites ci-dessus sont la meilleure illustration.

2) Les modes de négociation des ordres

Seront examinées successivement :

- la négociation des blocs de titres ;
- l'exécution des petits ordres.

a) *La négociation des blocs de titres*

La notion de bloc de titres n'a pas de définition aussi précise en France que celle que l'on peut trouver à l'étranger, notamment aux États-Unis avec une notion de seuil fixé à 10 000 titres. Un bloc de titres constitue en fait un ordre d'une taille significative, correspondant à 2 millions de francs si l'on reprend la définition américaine.

La négociation des blocs de titres utilise très fréquemment le régime des applications.

L'application consiste en une transaction sur laquelle les deux parties se sont mises d'accord avant sa présentation au marché pour enregistrement.

Elle porte en général sur un bloc de titres et permet à l'intermédiaire de percevoir deux commissions sur l'acheteur et sur le vendeur. L'intermédiaire peut soit rapprocher deux clients pour un montant déterminé, soit se porter contrepartie pour tout ou partie de la transaction.

L'application correspond à un mode de négociation traditionnel dans notre pays, résultant de l'absence, jusqu'à récemment, d'un marché continu. En dehors des heures d'ouverture du marché, l'application permet la réalisation de transactions sur la base des cours cotés lors de la séance précédente. L'application est ainsi à l'origine du développement du marché des blocs de titres depuis le début des années 70. L'égalité des investisseurs apparaît sauvegardée dès lors que ces applications se réalisent aux cours cotés.

L'organisation des places étrangères, quand elle repose sur la philosophie d'un marché de courtiers gouverné par les ordres, s'est toujours efforcée de maintenir un lien entre ces négociations hors marché de blocs de titres et le marché central. Ce lien contraint les négociateurs de blocs à rapporter immédiatement les exécutions sur le marché central en ne les acceptant qu'à l'intérieur des limites définies au même moment par le marché central (prix offert et demandé) ou bien en contraignant à prendre en compte tout ou partie des ordres présents sur le marché si une des limites est touchée (bourses nord américaines, MATIF). Les applications en dehors des heures d'ouverture des séances sont soit interdites, soit inusitées (États-Unis).

L'ensemble de ces règles est destiné à préserver l'égalité des investisseurs par une unité de prix entre le marché du détail et celui de gros. Cette même philosophie explique qu'à Amsterdam, le marché de gros qui fonctionne institutionnellement en parallèle avec le marché de détail, prévoit des mécanismes d'arbitrage soit automatiques (règles d'écart de cours maximal entre les deux marchés), soit incitatifs (Commissions réduites pour les arbitragistes), afin également de maintenir une certaine unité du marché, et donc l'égalité des clients.

Quand l'organisation de la place repose non sur des courtiers assurant seulement le rapprochement des ordres des clients mais sur des marchands fixant eux-mêmes les prix d'offres et de cessions (marché hors cote aux États-Unis, ou sur la place de Londres), l'unité du marché est assurée par une centralisation informatique des propositions de prix destinée à créer sur écran un marché concurrentiel et par l'obligation de rendre compte des négociations de blocs dans un temps très court, 90 secondes aux États-Unis, 5 minutes pour les valeurs les plus actives à Londres. Du respect de cette règle de report en temps limité, dépend le maintien de l'unité du marché entre les négociations du détail et celles portant sur des grosses quantités.

Deux caractéristiques communes ressortent de cette comparaison :

- les blocs de titres se négocient généralement en dehors du parquet, que celui-ci soit traditionnellement celui de la bourse ou prenne la forme d'un affichage sur écran. Ils supposent un contact téléphonique personnalisé ;
- les marchés s'efforcent de préserver leur unité, garante de l'égalité des investisseurs ainsi que de la liquidité par la centralisation en temps réel de tous les ordres.

En France, l'instauration du marché continu a supprimé l'argument essentiel invoqué jusqu'ici pour les applications en permettant les négociations en bourse tout au long de la journée. Il n'en demeure pas moins que les négociations de blocs de titres ne peuvent se dérouler dans des conditions totalement similaires aux autres négociations. Elles nécessitent une certaine confidentialité, ne serait-ce que pour des raisons d'efficacité pour l'intérêt du client qui ne souhaite pas voir sa position révélée sur le marché.

Le souci du bon fonctionnement du marché doit conduire :

— à s'assurer que l'ensemble des applications soient immédiatement rapportées au marché, dès leur réalisation, pour leur exécution ;

— à désintéresser au moins en partie le marché central, c'est-à-dire à permettre des transactions au cours envisagé dans le cadre de la négociation de blocs dès lors que des ordres au même prix y sont présents ;

— à limiter les possibilités d'applications hors séance à la fourchette des prix offerts et demandés constatée en fin de séance.

Face à ces orientations, la situation du marché français se présente respectivement sur la bourse et sur le Matif de la manière suivante :

1. La Bourse

● *Marché C.A.C.* : pendant la séance, l'application est réalisable à l'intérieur de la fourchette, mais sans désintéressement dès lors qu'un des deux cours cotés de la fourchette est touché.

En dehors des heures de séance de bourse, l'application est réalisable à l'intérieur de la fourchette constatée lors de la clôture précédente.

Sous la réserve d'accepter le principe des applications, ce système est le plus satisfaisant. En outre, il permet de recenser l'ensemble des applications.

● *Marché à la crie* : l'application est réalisable à tout moment sur la base de l'un des cours cotés lors de la séance précédente.

Ce système n'est pas satisfaisant. Il n'est pas susceptible d'amélioration en l'état. La solution passe dans ce domaine par l'introduction de ces valeurs sur le C.A.C., ce qui devrait être effectif pour toutes les valeurs du R.M. à la fin de 1988.

● *Marché en continu à la crie* (valeurs support des options) : pendant le déroulement de la séance, l'application est réalisable mais doit être rapportée immédiatement au marché pour désintéressement si nécessaire.

En dehors des heures d'ouverture du marché, l'application est réalisable sur la base d'un des cours cotés lors de la séance précédente.

Ce système n'est pas satisfaisant : il enlève tout caractère contraignant au report sur le marché central des applications nouées pendant le déroulement de la séance puisqu'un tel report peut être effectué jusqu'à l'ouverture de la bourse suivante. Dès lors le marché des blocs peut fonctionner en parallèle avec le marché central, avec des possibilités de prix qui s'élargissent au fur et à mesure du déroulement de la séance et sans qu'une réelle concurrence s'instaure entre les négociateurs de blocs qui n'affichent pas leur prix à l'extérieur, comme cela est le cas à Amsterdam.

La réalisation d'un système satisfaisant dans ce domaine suppose :

— l'encadrement des applications réalisées hors séance à la fourchette des prix constatés à la clôture de la séance ;

— la fixation de règles précises dans le règlement de parquet en ce qui concerne le principe de désintéressement du marché.

2. Le MATIF

Le principe retenu est que les applications sont interdites en privé durant les heures d'ouverture du MATIF.

Lorsqu'un adhérent a reçu de clients différents, un ordre d'achat et un ordre de vente à un même cours et sur le même mois d'échéance, il doit obligatoirement produire ces ordres à la criée en indiquant la quantité à condition qu'ils s'inscrivent dans la fourchette des prix offerts et demandés de l'instant.

Si le marché intervient pour offrir ou demander à ce prix, l'adhérent devra répondre au marché une quantité de contrats proportionnelle à son application.

L'application directe par l'adhérent de la négociation entre le client acheteur et le client vendeur par d'autres moyens est interdite.

Par ailleurs, les négociations portant sur des quantités très importantes par rapport au marché courant posent des problèmes de variations de cours dès lors qu'une seule transaction peut perturber l'évolution du marché. De même, deux parties peuvent s'entendre sur un prix de négociation, et sont conduites à faire varier d'une manière significative le marché afin de faire coter le cours correspondant à ce prix de négociation. Cette pratique est rendue obligatoire par le principe français d'égalité des investisseurs, réclamant la cotation d'un cours pour la régularisation d'une application. Elle présente un avantage certain bien qu'artificiel si la transaction se réalise au-dessus de la moyenne des cours ; elle présente de graves inconvénients si par contre elle se situe en dessous de cette moyenne. Dans les deux cas les fluctuations de cours apparaissent erratiques et inexplicables à un observateur non informé.

La seule alternative consisterait à admettre que certaines transactions pour des quantités très importantes se réalisent à des conditions de prix différentes du marché central.

Une telle solution supposerait :

- une autorisation cas par cas par le Conseil des bourses de valeurs ;
- une information du marché avant et après sa réalisation.

L'examen des procédures existant à l'étranger montre à l'évidence la difficulté de greffer ces modèles étrangers sur le système français, même avec des adaptations.

On peut néanmoins retenir deux remarques d'ordre général :

- *Le caractère public des transactions est nettement affirmé.* Les transactions sont enregistrées et reproduites en temps réel sur une bande d'annonces (ticker tape) très largement diffusée auprès du grand public. Elles sont quasiment toujours autorisées au préalable.

- Les transactions hors bourse ou non enregistrées des « spécialistes » sont en fait « encadrées » par des règles déontologiques qui s'imposent aux quelque 350 professionnels agréés sous ce titre au N.Y.S.E., principalement en matière de transparence et de désintéressement du marché.

b) *L'exécution des petits ordres*

Le passage progressif au marché continu pose en termes nouveaux le problème du traitement des petits ordres.

En effet, le mode de fonctionnement traditionnel du marché permettait le traitement des ordres au mieux dans des conditions satisfaisantes de prix et de coût. Le prix d'exécution correspondait au premier cours coté, le fixing, établi sur la base d'environ 80 % du volume de négociation. Leur coût de traitement, réalisé en un seul lot et par voie de bandes magnétiques, se révélait limité.

Le développement du marché continu, ouvert de 10 h à 17 h, rend désormais normale la réalisation de transactions à des cours différents tout au long de la journée. L'existence d'un marché continu change donc les conditions de traitement des ordres : la durée de leur acheminement vers le marché central conditionne leur prix d'exécution.

Il convenait d'éviter deux écueils :

— celui d'un traitement différent, obligatoire, voire hors marché des petits ordres, ce qui aurait créé une discrimination contestable entre les ordres selon leur taille et aurait pu fausser le marché ;

— celui de faire abstraction des coût de gestion, alors que les courtages ne sont pas libres, au risque de pénaliser l'ensemble de la place financière française.

La solution retenue au début de l'année 1988 consiste à offrir au donneur d'un ordre inférieur à un certain montant (30 000 F pour les actions, 50 000 F pour les obligations) le choix entre deux possibilités :

— l'exécution au cours d'ouverture, soit du jour si l'ordre est parvenu au marché avant son ouverture, soit du lendemain de la passation de l'ordre ;

— l'exécution en temps réel, c'est-à-dire au cours affiché au moment de la passation de l'ordre, compte tenu toutefois du délai d'acheminement de l'ordre sur le marché.

Un tarif différent, plus élevé dans la seconde hypothèse, sera appliqué.

Cette solution maintient l'unité du marché, puisque tous les ordres arrivent et sont négociés sur celui-ci. Elle interdit toute manipulation de cours car la confrontation des ordres est réelle. Elle offre aussi l'avantage d'une correspondance totale entre les cours publiés dans les journaux et les cours d'exécution éliminant bien des malentendus.

3) **La régularisation des cours**

Le besoin d'assurer la liquidité de certains titres et de régulariser leur cours peut amener les intermédiaires financiers à procéder à des interventions fréquentes sur le marché, soit pour leur compte propre, soit en accord avec les émetteurs concernés.

La formule des contrats de liquidité sur le second marché répond à cette préoccupation, en permettant d'assurer la continuité des cotations sur le nouveau titre introduit à la cote.

Il a été constaté que l'intervention des sociétés sur le marché de leurs propres titres en vue de régulariser leur cours tend à se développer.

Le nombre des sociétés autorisées à opérer en bourse dans ce but est en effet passé de 130 en 1986 à 194 en 1987. Mais surtout, 73 sociétés en 1987, contre 19 seulement en 1986, ont effectivement utilisé cette possibilité. Il est à noter que 44 d'entre elles l'ont fait en octobre au moment de la crise boursière.

Il apparaît souhaitable de préciser la notion de régularisation de cours par la définition en termes de marché, c'est-à-dire en limitant les interventions des sociétés par rapport au volume de négociation et aux cours constatés.

En vue d'assurer la régularisation des cours, le législateur a autorisé, dans le cadre de l'article 217-2 de la loi du 24 juillet 1966, les sociétés à procéder au rachat de leurs propres titres, dans la limite de 10 % de leur capital. Dans ce cas, l'assemblée générale extraordinaire doit avoir autorisé la société à effectuer des interventions sur ses propres actions et en avoir déterminé les principales modalités : prix d'achat maximum et prix minimum de vente, nombre maximum d'actions à acquérir et délai dans lequel les acquisitions peuvent être effectuées, qui ne peut être supérieur à 18 mois. Enfin, les sociétés doivent déclarer à la Commission des opérations de bourse les opérations de régularisation qu'elles envisagent d'effectuer et toutes les acquisitions qu'elles ont réalisées.

S'agissant d'une dérogation au principe général interdisant aux sociétés d'agir sur leurs propres titres, le législateur a entendu demander à l'assemblée générale extraordinaire d'encadrer cette faculté, et notamment de fixer, sans délégation possible, les prix maximum auxquels le conseil d'administration pourra effectuer ces opérations.

Or, les services de la Commission ont été amenés à constater, à la lecture des procès-verbaux de sociétés non cotées, que celles-ci prenaient en assemblées générales des résolutions autorisant sous condition suspensive d'introduction au second marché, le conseil d'administration ou le directoire à intervenir sur les titres de la société dans le cadre de l'article 217-2.

Or, en l'absence de référence à un prix boursier, les assemblées se voient fréquemment proposer d'approuver :

— soit des fourchettes de prix extrêmement larges (exemple : de 50 F à 1 000 F) ;

— soit un prix glissant (la limite consistant en une décote ou surcote déterminée du cours de bourse).

Ces deux méthodes sont également critiquables dans la mesure où elles permettent en fait d'échapper à la contrainte imposée par la loi ; en effet, elles permettent au conseil d'administration ou au directoire d'intervenir sans limite claire sur les titres, ôtant ainsi à la procédure de rachat son caractère limitatif.

La Commission des opérations de bourse demande donc aux dirigeants de s'abstenir de faire voter ce type de résolutions et rappelle que seules les sociétés déjà admises à la cote officielle d'une bourse de valeurs ou à la cote du second marché peuvent valablement user de la faculté offerte par les dispositions de l'article 217-2.

4) Les procédures de règlement livraison

La Place de Paris est engagée dans un processus analogue à celui de la plupart des grandes places financières dans le monde, de modernisation des procédures de règlement-livraison. La France, en raison de son avance principalement dans le domaine de la dématérialisation des titres, dispose ainsi d'un atout important pour mettre en œuvre un système particulièrement performant.

En 1987, la Commission a participé aux réflexions menées par la Place en vue de constituer un nouveau système de règlement-livraison de titres entre les intermédiaires (sociétés de bourse et établissements de crédit) financé par le Fonds de modernisation de la Bourse, ce projet est destiné à remédier aux faiblesses des systèmes actuels de dénouement des transactions portant sur les valeurs mobilières.

Le schéma directeur, établi en mai 1987, a en effet mis en évidence les inconvénients des pratiques en vigueur. Celles-ci sont caractérisées par la multiplicité des procédures de transferts des titres et d'espèces, l'absence d'un cadre réglementaire applicable à tous les intervenants et l'importance des coûts de traitement et des pertes de trésorerie résultant des délais entre la livraison des titres et leur règlement ou des décalages entre les négociations et les règlements-livraisons correspondants.

L'instauration d'un nouveau système de dénouement s'est poursuivie, à partir de l'automne 1987, avec la création de six équipes de projet placées sous l'autorité d'un Directoire et d'un Comité de coordination auquel participe la Commission ; ces structures ont été chargées dans un premier temps de définir les caractéristiques fonctionnelles du projet qui vise essentiellement :

- à assurer la synchronisation des opérations de livraison des titres et de règlement de ces derniers ;
- à instaurer un « délai de Place » permettant de dénouer les opérations selon un calendrier s'imposant aux parties ;
- à instituer un mécanisme de prêts/emprunts de titres destiné à assurer avec souplesse le respect du délai de Place.

Prévue pour le début de l'année 1989, l'entrée en vigueur des nouvelles procédures de règlement/livraison qui s'imposeront à tous les intermédiaires améliorera sensiblement la sécurité et la régularité des opérations.

Soucieux de renforcer l'intégrité du marché, les représentants de la Commission au Comité de coordination ont invité les concepteurs du projet de Place à examiner plus précisément les conditions dans lesquelles les opérations de régularisation, actuellement dénommées opérations en « dès le », devront être traitées par le système. Constatant que derrière ces procédures se dissimulent trop fréquemment des pratiques frauduleuses, il apparaît souhaitable que dans le système règlement/livraison, la notion de « dès le » dont la souplesse d'emploi est excessive soit remplacée par des procédures de régularisation clairement identifiables et applicables dans des circonstances bien déterminées sous le contrôle des responsables des back-offices.

Enfin, dans le cadre du renforcement des moyens informatiques de traitement de ses services, la Commission souhaite pouvoir accéder aux données représentatives du marché qui seront mémorisées dans les fichiers magnétiques du système règlement/livraison. L'attention des responsables du projet a été attirée sur cette demande qui concerne plus particulièrement les statistiques destinées à faciliter la surveillance des marchés et les informations représentatives des transactions dont la loi du 22 janvier 1988 sur les bourses de valeurs vient précisément d'élargir les conditions d'accès pour la Commission.

5) Les frais de transaction

La situation du marché français concernant les commissions a très sensiblement évolué au cours de l'année 1987 du fait de la publication du décret du 17 mars 1988 (paru au *J.O.* du 18) prévoyant la liberté totale des courtages à partir du 1^{er} juillet 1989.

Au début de l'année 1987, le système de tarification offrait des particularités qui le situait à mi-chemin entre la liberté des tarifs et la réglementation stricte des prix administrés, alors que d'autres grandes places ont opté pour des règles plus claires.

La liberté des tarifs existait totalement et existe toujours pour les commissions prélevées par les banques et intermédiaires financiers concernant les « droits de garde », la gestion des portefeuilles et sur l'ensemble des opérations boursières, dont la transmission des ordres.

Elle était plus limitée pour les frais de gestion et de souscription ou rachat sur les Sicav et F.C.P. puisqu'un plafond leur était imposé. La loi sur l'épargne du 17 juin 1987 a donné la liberté des tarifs en supprimant ce plafond.

Les courtages prévus au profit des sociétés de bourse restent en revanche fixés par arrêté ministériel jusqu'en juillet 1989. Le montant du courtage fait néanmoins l'objet d'une rétrocession négociable pour les transactions supérieures à deux millions de francs pour les actions et dix millions de francs pour les obligations, mais au seul profit de l'apporteur d'ordre, les banques essentiellement, et non du client final lui-même. Le tarif des courtages est lui-même dégressif selon l'importance de l'ordre. Le système reste donc, sous réserve de ces deux remarques, celui des prix administrés. Cette situation place le marché financier français à mi-chemin entre le marché américain et britannique où la liberté des tarifs est la règle absolue et le marché japonais où le courtage fixe constitue toujours la part la plus importante des recettes des maisons de titres (plus de 50 %).

En prévoyant la liberté des tarifs à compter du 1^{er} juillet 1989, les sociétés de bourse pourront moduler ceux-ci selon l'importance des ordres permettant ainsi à Paris de rester compétitif par rapport aux autres marchés, et notamment celui de Londres, où dès à présent des valeurs françaises peuvent être traitées à des conditions au moins aussi avantageuses, voire plus économiques que sur le marché français.

Il faut noter d'ailleurs que le « Big Bang » de Londres s'il a eu pour effet d'accroître les commissions prélevées sur les petits ordres et de réduire très sensiblement les tarifs pour les « blocs » importants, n'a nullement freiné l'essor des transactions, ni paradoxalement la part des petits ordres, dans le total du nombre des transactions. Cette part s'est même accrue, même si en valeur elle s'est réduite sensiblement.

Cette liberté des commissions, partielle aujourd'hui et totale dans un futur proche, n'a de sens que si elle s'appuie sur une concurrence active et sur la transparence. Sur ce dernier point, la COB vérifie d'une part pour les O.P.C.V.M., l'existence et l'exactitude des tarifs (cf. p. 212) et a publié d'autre part une recommandation dans le bulletin mensuel de décembre 1987. Cette recommandation qui a été le fruit d'une enquête de la Commission sur une quarantaine d'intermédiaires financiers, rappelle les règles suivantes :

— Les tarifs sont publics. Ils doivent donc être non seulement consultables sur place au guichet, mais communicables à la demande.

— Les tarifs doivent être à jour. Les plaquettes doivent comporter une date de validité des tarifs.

— Les commissions, sauf le tarif des courtages des agents de change fixé par arrêté, ne peuvent avoir qu'un fondement contractuel. En cas de modification des tarifs, l'intermédiaire financier doit en aviser au préalable sa clientèle.

— Les documents doivent être intelligibles et clairs.

— Le taux global de prélèvement devrait apparaître par type de transaction.

II. — La modernisation des marchés dérivés

Dans ce chapitre, seront successivement examinés la création du marché d'options négociables (MONEP) et la fusion de la bourse de commerce et du MATIF.

A. — LA CRÉATION DU MARCHÉ D'OPTIONS NÉGOCIABLES (MONEP)

Depuis septembre 1987 est ouvert à Paris un marché d'options négociables sur actions destiné à compléter la gamme des possibilités d'intervention des investisseurs.

1) Les opérateurs

Ce marché organisé par une modification du règlement général de la Chambre syndicale des agents de change du 18 juin 1987 est accessible à l'ensemble des charges d'agents de change et à d'autres intermédiaires désignés par la Chambre syndicale. A la fin de 1987, 20 établissements de crédit étaient admis à la compensation des opérations en sus des 45 charges d'agents de change.

2) L'organisme de compensation.

La Chambre syndicale des agents de change a délégué à un organisme *ad hoc*, la Société de compensation des marchés conditionnels (S.C.M.C.), la mission d'enregistrement des opérations, l'appel des couvertures des intervenants ainsi que la surveillance des opérations et le contrôle du marché.

3) Les options négociées

En 1987 la négociation était possible sur les options afférentes à six actions support inscrites au marché à règlement mensuel. En janvier 1988, deux classes supplémentaires d'options ont été ouvertes à la négociation. En avril 1988, deux autres classes ont été ajoutées.

Il est prévu de coter deux classes supplémentaires d'options par trimestre jusqu'à la fin 1988. Au total le marché devrait fonctionner avec 20 classes d'options correspondant aux valeurs françaises les plus importantes.

En outre a été annoncé pour le dernier trimestre de l'année 1988 l'ouverture d'une option sur indice. A cet effet un projet a été soumis à la place sur la base d'un nouvel indice sur quarante valeurs.

4) Les règles de fonctionnement du marché

a) *Les couvertures*

Dépassant les marchés conditionnels existant depuis 1965 (primes, options, options doubles, stellages), le marché des options négociables repose sur le principe d'un système de compensation centralisé.

De ce fait, chaque intervenant est tenu de verser une couverture ajustable quotidiennement pour faire face à l'éventuelle liquidation automatique de sa position dans l'hypothèse de l'évolution la plus défavorable de la valeur de l'actif sous-jacent de la séance de bourse suivante.

b) *Les règles de priorité des ordres.*

Contrairement à un marché de fixing fonctionnant pendant une brève période de la journée, le marché des options négociables fonctionne en continu de 10 h à 15 h. Cette durée a même été allongée jusqu'à 16 h à partir du 4 avril 1988. Les négociations ont lieu à la criée, c'est-à-dire par confrontation de l'offre et de la demande par l'annonce des ordres des clients par des commis-négociateurs dans une salle spécialement aménagée du Palais de la Bourse.

Les professionnels sont tenus de présenter sur le marché les ordres reçus de leurs clients. Toutefois si ceux-ci portent sur des quantités ou des cours ne correspondant pas aux conditions du marché au moment de leur annonce, le défaut de contrepartie ne permettra pas la conclusion d'un accord. Il est important de noter que les professionnels n'agissant pas en contrepartie de leurs clients ne sauraient leur garantir l'exécution des ordres reçus. Afin de limiter les effets de tels inconvénients, les autorités de marché ont confié à certains intermédiaires la fonction de teneurs de marché, devant assurer un minimum de liquidité en garantissant l'exécution des ordres portant sur moins de 4 contrats pour des cours compris à l'intérieur d'une fourchette ne pouvant dépasser 15 % du dernier cours coté sur les trois séries d'option les plus proches du cours de la valeur support.

En vue de résoudre les conflits pouvant apparaître du fait du déséquilibre entre l'offre et la demande pour un même cours, les règles de priorité suivantes ont été fixées :

— Exécution des ordres gérés par le chef de groupe (représentant de l'autorité de contrôle chargé de vérifier le fonctionnement du marché). Les ordres limités à 10 contrats par série d'options et exprimés à un cours limité lui sont confiés par un des intermédiaires autorisés à produire des ordres sur le marché.

— Les ordres de la clientèle détenus par les négociateurs des intermédiaires.

— Les ordres des teneurs de marché et les ordres des maisons des intermédiaires financiers.

Ces règles de priorité garantissent qu'à prix égal les ordres du public seront satisfaits avant ceux des professionnels.

B. — LA FUSION DE LA BOURSE DE COMMERCE ET DU MATIF

Créé en 1986 le marché à terme des instruments financiers (MATIF) a connu un développement très rapide. L'année 1987 a été pour ce marché une période d'adaptation des structures à sa nouvelle dimension, en particulier par la fusion du MATIF avec le marché à terme de marchandises.

1) Les motifs de la réforme

Jusqu'à l'entrée en vigueur de la loi n° 87-1158 du 31 décembre 1987, la place financière française était caractérisée par la coexistence de deux marchés à terme aux montants d'activités très dissemblables. La fusion devrait contribuer à renforcer le rôle international de la Place financière de Paris.

a) *Des marchés de marchandises anciens, de dimension modeste.*

Les marchés à terme de marchandises français remontent au XIX^e siècle. Leur licéité a été reconnue par la loi du 28 mars 1885.

En 1987 il existait sept marchés à terme portant sur sept marchandises réparties sur trois places :

— Paris où sont traités les sucres blancs, cacao en fèves, café robusta, tourteaux de soja et beurre de cacao ;

— Le Havre où est traité en duplex avec Paris le café robusta ;

— Lille-Roubaix-Tourcoing où sont traitées les pommes de terre et la laine peignée.

Ces éléments ne donnent cependant pas un reflet exact de la dimension modeste des marchés français par rapport aux marchés étrangers. Les marchés de soja, de la laine peignée et du beurre de cacao n'ont connu en 1987 aucune activité notable.

Le total des activités des autres marchés a représenté en 1987 environ 80 milliards de francs.

Le marché du sucre blanc, le plus développé de tous, a enregistré la négociation en 1985 de 440 000 contrats.

Concentrés essentiellement sur des produits dits coloniaux, les marchés à terme de marchandises français devaient faire face à la concurrence d'autres places étrangères comme le LIFFE à Londres, ou le COMEX à New York. Afin d'offrir des perspectives nouvelles les autorités du marché français ont ouvert à la négociation à l'automne 1987 un contrat d'options sur sucre blanc.

b) Un marché à terme d'instruments financiers jeune et en expansion.

Lors du lancement, en 1986, du MATIF les promoteurs du projet escomptaient un nombre de contrats quotidien d'environ 1 500, dix-huit mois plus tard il était enregistré environ 150 000 contrats par jour. Le MATIF a acquis dans son domaine la troisième place mondiale après Chicago et Tokyo.

Deux contrats étaient négociés en 1987, l'un sur les bons du Trésor à court terme, l'autre sur les emprunts d'État à long terme. Depuis décembre 1987 un marché d'options négociables sur le contrat sur emprunt d'État à long terme a été ouvert.

Ce succès du MATIF nécessitait de revoir certaines des structures concernant les opérateurs et l'organisation du marché.

c) Une fusion pour contribuer au développement de la Place de Paris.

La juxtaposition de ces deux marchés aux caractéristiques économiques contrastées mais aux fondements techniques identiques a conduit les pouvoirs publics à les rapprocher. Cette fusion a pour objectif d'offrir aux investisseurs français et étrangers un cadre d'intervention élargi et régi par des règles identiques, en particulier en matière de sécurité financière.

2) Les nouvelles structures du marché à terme

La réforme du 31 décembre 1987 a conduit à élargir les catégories d'opérateurs autorisés à intervenir sur le marché à terme, à modifier l'organisation et le contrôle du marché ainsi que les conditions de relation avec la clientèle.

a) Un élargissement des catégories d'opérateurs

Jusqu'au début de 1987 seuls pouvaient participer à la négociation sur le MATIF les agents de change, les établissements de crédit ainsi que les courtiers interbancaires et les maisons de titre régis, respectivement, par les articles 61 et 99 de la loi bancaire du 24 janvier 1984.

Sur les bourses de commerce seuls pouvaient intervenir les commissionnaires agréés à Paris et les courtiers agréés sur les places de province.

La loi du 31 décembre 1987 relative à la fusion a élargi les catégories d'intervenants autorisés à intervenir sur le marché, en distinguant entre les adhérents participant aux opérations de compensation et les négociateurs n'ayant pas le statut d'adhérent.

- *Les adhérents*

La loi confère le statut d'adhérent aux personnes mentionnées plus haut ainsi qu'à la Caisse de Dépôt et Consignations sur l'ensemble des compartiments du marché.

Les commissionnaires agréés de la bourse de commerce de Paris et les courtiers agréés des bourses de commerce de province conservent le statut d'adhérent, participant à la compensation, sur l'ensemble des compartiments de marchandises du marché.

• *Les négociateurs*

A côté de la compensation la loi organise la fonction de négociation ouverte :

— à tous les adhérents autorisés pour tous les compartiments du marché et aux personnes qu'ils désignent ;

— aux anciens commissionnaires agréés et courtiers assermentés qui avaient été agréés par la Commission du marché à terme de marchandises pour tous les segments du marché ;

— aux opérateurs agréés par le conseil du marché à terme justifiant d'une surface financière suffisante. Cette dernière catégorie également appelée « négociateurs individuels de Parquet » (N.I.P.) devrait contribuer à assurer une plus grande liquidité au marché.

b) *Une nouvelle autorité de marché : le conseil du marché à terme*

L'organisation du fonctionnement des différents compartiments du marché est confiée à un conseil du marché à terme.

Cet organisme composé de 17 personnes, comprend des représentants de l'ensemble des professions concernées. Il établit le règlement général du marché applicable à toutes les places. Ce règlement est soumis à l'approbation du ministre chargé de l'Économie après avis de la COB, et de la Banque de France pour les contrats faisant référence à un marché placé sous son contrôle.

Le conseil a le pouvoir d'inscrire ou de radier de la négociation un contrat après avis de la COB et de la Banque de France. Il peut également suspendre, pour une durée maximum de deux jours, les opérations sur un ou plusieurs contrats. Au-delà la suspension est prononcée par arrêté du ministre chargé de l'Économie.

Enfin le conseil du marché à terme exerce un pouvoir disciplinaire à l'égard des personnes morales et physiques participant aux activités du marché (adhérents-négociateurs et démarcheurs).

c) *L'organisation de la compensation*

La fusion des marchés de marchandises et du MATIF n'a pas conduit à une opération identique pour les organismes de compensation. La Chambre de compensation des instruments financiers de Paris (C.C.I.F.P.) reste compétente pour les opérations sur instruments financiers, la banque centrale de compensation (BCC) effectuant la même opération sur les compartiments marchandises.

La législation précise que chaque opération sur contrat négociable doit être notifiée à l'organisme de compensation compétent et que les sommes qui sont déposées lui sont acquises aux fins de règlement du solde débiteur des liquidations d'office des positions.

d) Les relations avec la clientèle

Le texte de la loi du 31 décembre 1987 précise les relations des opérateurs avec leur clientèle en ce qui concerne les liens contractuels et le démarchage.

L'article 9-2 nouveau de la loi du 28 mars 1985 modifiée dispose que les opérateurs des marchés à terme sont responsables de la solvabilité de leurs donneurs d'ordre.

La loi précise qu'ils peuvent agir en contrepartie dans des conditions fixées par le règlement général du marché et qu'ils ne peuvent gérer pour le compte d'un tiers qu'en vertu d'un mandat écrit conforme à un contrat type approuvé par le Conseil du marché à terme.

En matière de démarchage la loi étend au MATIF les prescriptions applicables aux marchés à terme des marchandises en vertu de la loi du 8 juillet 1983 : seules les personnes agissant pour le compte d'un adhérent ou d'un négociateur, titulaires d'une carte délivrée sous le contrôle du Parquet, peuvent recourir au démarchage en vue d'opérations sur l'un des compartiments du marché à terme. Préalablement à toute transmission d'ordre les personnes démarchées doivent avoir reçu par lettre recommandée une note d'information visée par la COB.

e) Un marché placé sous le contrôle de la COB

En vertu des dispositions de la loi du 22 janvier 1988 sur les bourses de valeurs la Commission des opérations de bourse voit ses compétences étendues à l'ensemble de ce nouveau marché unifié. Par conséquent la Commission des marchés à terme de marchandises (COMT) est supprimée et ses compétences réparties entre le Conseil des marchés à terme et la COB.

III. — L'évolution de la modernisation du marché français

Au mois de décembre 1987, le ministre chargé de l'Économie a confié à une Commission présidée par M. Deguen une réflexion sur les forces et les faiblesses de l'organisation des marchés à terme et d'options en France ainsi que sur les conditions susceptibles d'être imposées à leurs utilisateurs. Les conclusions de la Commission ont été rendues publiques au mois de mars, elles dégagent principalement quatre orientations :

- la poursuite du développement des marchés organisés ;
- le renforcement de la sécurité du marché ;
- la définition de conditions nouvelles d'accès aux marchés dérivés pour certains utilisateurs comme les entreprises non financières avec l'exigence d'une décision préalable du Conseil d'administration et de commentaires formulés par les commissaires aux comptes dans leur rapport annuel.

Pour ce qui concerne les OPCVM, leurs règles d'intervention sur les marchés dérivés feront l'objet d'un réexamen, notamment au regard de la mise en place de produits d'indice.

Pour les personnes physiques enfin, le démarchage doit être proscrit :

- l'adaptation des règles de comptabilisation avec l'inscription dans le bilan de la plus grande part possible des engagements donnés ou reçus, et si possible la prise en compte des plus-values latentes, l'indication dans une annexe d'éléments permettant d'apprécier la sensibilité du bilan et du compte de résultats aux variations du taux d'intérêt ou des parités de change, la possibilité enfin pour les opérations de couverture d'un étalement du résultat dégagé par les opérations à terme sur la durée résiduelle de l'élément à couvrir.

Les deux dernières orientations étant développées dans le corps du présent rapport (cf. p. 174), le présent chapitre ne traitera que des deux premières.

A. — LA POURSUITE DU DÉVELOPPEMENT DES MARCHÉS ORGANISÉS

Si les marchés de gré à gré jouent un rôle utile à titre de banc d'essai, de réponse spécifique pour un client ou d'opérations en dehors des heures d'ouverture des marchés officiels (transactions hors séances sur des produits cotés : THS), ceux-ci présentent néanmoins un certain nombre de risques : risque de contrepartie, de liquidité sauf pour les produits négociés sur un marché organisé, de sécurité en l'absence de marges réglementées.

Les opérations de gré à gré deviennent dangereuses dès lors qu'elles s'étendent au-delà d'un petit nombre de professionnels se connaissant bien et disposant des moyens adéquats de suivi des positions.

Les marchés organisés apportent aux opérateurs et aux investisseurs des conditions de transparence de liquidité et de sécurité bien supérieures.

1) La création de nouveaux produits sur indice d'action

La Commission présidée par M. Deguen a mis l'accent sur l'intérêt pour la Place de Paris de disposer de produits dérivés sur indice d'actions, sous la forme de contrats à terme et d'options, en soulignant que « le risque est grand de voir, en l'absence d'initiatives nationales, se créer à l'étranger des instruments portant sur des titres français, dont la Place de Paris ne tirerait pas d'avantages pour son propre développement et sur lesquels elle ne pourrait exercer aucune influence ».

a) *L'intérêt de ces nouveaux produits*

L'évolution du marché, qui se caractérise par une institutionnalisation croissante, reflétée par l'augmentation de la taille des portefeuilles gérés et du volume unitaire des ordres, ainsi que par une grande volatilité des principales données financières, comme les taux d'intérêt, les taux de change ou le cours des titres, soumet les détenteurs de portefeuilles de titres à des risques permanents de dévalorisation de leurs actifs, et les organisations de marchés à des difficultés croissantes d'organisation des modes de transactions.

La création de produits sur indice d'actions, permet d'assurer la couverture des risques du marché dans son ensemble et non plus sur une valeur déterminée, mettant ainsi un instrument de couverture à la disposition des grands investisseurs internationaux qui ont tendance à s'intéresser davantage à une zone géographique qu'à un titre déterminé.

Ces nouveaux produits constituent également un instrument de gestion des portefeuilles en permettant de prendre très rapidement position à l'achat ou à la vente sur un marché sans avoir à passer par les mécanismes plus lourds et plus lents des transactions sur les valeurs individuelles.

Parallèlement, le besoin croissant de liquidité des marchés d'actions en raison de leur institutionnalisation conduit un certain nombre de places à souhaiter voir se développer le rôle de teneur de marché. L'existence de marchés dérivés facilite l'émergence d'une telle fonction, car ces derniers peuvent y trouver un instrument de couverture de leur risque de position.

b) *Le choix de ces nouveaux produits*

L'orientation retenue consiste à préconiser la création simultanée ou quasi simultanée d'une option et d'un contrat à terme portant sur le même indice, afin de faciliter les arbitrages entre ces deux nouveaux produits.

Quant à l'indice lui-même, il ne devrait se composer que des valeurs les plus actives, au nombre d'une quarantaine, facilitant en cela également les opérations d'arbitrage avec les produits dérivés eux-mêmes tout en offrant aux investisseurs de dimension internationale un instrument correspondant davantage à leurs besoins par rapport à un indice large représentatif de l'intégralité de la cote.

2) L'amélioration préalable de la liquidité du marché des actions

La Commission présidée par M. Deguen a fixé comme préalable à la création nécessaire de ces nouveaux produits sur indice d'actions, une amélioration de la liquidité du marché des actions lui-même.

En effet, par les arbitrages qu'il engendre nécessairement, un marché d'indice implique une activité beaucoup plus grande et, à certains moments, des pressions sur le marché d'actions sous-jacentes. Il est donc indispensable que ce marché soit extrêmement liquide et permette la réalisation d'arbitrages.

L'organisation actuelle du marché a vu sa liquidité renforcée par le développement du système CAC. Néanmoins, il apparaît nécessaire de mettre en place pour les actions composant l'indice, au nombre de quarante dans le projet actuel, des mécanismes de marché destinés à assurer cette fonction de liquidité.

a) *Les solutions envisageables*

L'expérience étrangère enseigne deux solutions envisageables :

— soit l'instauration d'une fonction de « spécialiste », selon le modèle des bourses nord américaines, chargé de maintenir « a fair and orderly market ».

Cette solution pourrait s'appuyer sur l'existence à l'heure actuelle de spécialistes sur notre propre marché. Ils n'ont pas cette obligation, sauf en ce qui concerne les valeurs du marché obligataire introduites progressivement sur le CAC depuis mars 1988, probablement bientôt suivies par les valeurs du marché des actions cotées au comptant.

Cependant, la récente crise boursière aux États-Unis tend à démontrer que le système de spécialiste constitue davantage l'héritage d'une organisation traditionnelle de marché composé de nombreux donneurs d'ordres individuels, qu'une réponse adaptée au problème de la liquidité d'un marché qui s'institutionnalise. En effet, la plupart des ordres importants, qui font le marché, se négocient déjà « upstairs », c'est-à-dire en dehors du spécialiste. Par ailleurs, la capitalisation d'une firme unique assurant cette fonction s'avère insuffisante pour résister à des mouvements significatifs de cours dans le cadre d'un marché volatile, comme l'ont démontré les analyses américaines sur la crise boursière d'octobre 1987. Enfin, ce serait mettre le spécialiste français seul en compétition face à l'ensemble des market makers de Londres opérant sur les valeurs françaises ;

— soit l'émergence de teneurs de marchés, dotés de capitaux importants, placés en concurrence et affichant en permanence une fourchette de prix à l'achat et à la vente pour une quantité déterminée.

b) *La désignation de teneurs de marché*

Cette solution apparaît préférable pour le développement de la liquidité des actions sous-jacentes : elle évite de faire supporter à une seule firme le risque du marché, elle permet de cumuler dans cette fonction les capitalisations de l'ensemble des teneurs de marché, elle ne conduit pas à donner un monopole d'activité à un seul opérateur.

Il importe que ces teneurs de marchés :

- offrent en permanence des cotations ;
- affichent des propositions sur un support unique, comme Topval ou le CAC lui-même ;
- rendent compte en temps réel au marché central des transactions réalisées, avec une procédure *ad hoc* pour les blocs importants.

Par contre, il ne devrait pas leur être demandé de prendre des engagements d'intervention en contretendance. Des critères d'indépendance de ces teneurs de marchés vis-à-vis des émetteurs des titres concernés devraient être définis.

Un certain nombre d'avantages pourraient être accordés à ces teneurs de marché comme l'exonération de l'impôt de bourse, l'exonération des contributions boursières assises sur les transactions, l'accès aux meilleures conditions possibles de financement et de prêt de titres.

La solution préconisée par la Commission présidée par M. Deguen retient cette orientation en précisant qu'« il conviendrait donc probablement d'adjoindre au système actuel de centralisation des ordres par ordinateur, un ensemble de teneurs de marché qui, au moins pour les valeurs entrant dans la composition de l'indice, afficheraient en permanence des cours acheteur et vendeur sur des quantités minimales de titres ».

B. — LE RENFORCEMENT DE LA SÉCURITÉ DU MARCHÉ

La sécurité du marché assurée notamment par ses règles de fonctionnement, la qualité et le contrôle de ses intervenants, et des garanties financières exigées, représente l'un des volets essentiels de la modernisation des marchés financiers. La crise boursière a montré que les règles existantes sur les marchés, tant à l'étranger qu'en France, ont permis de faire face à des mouvements inattendus de très grande ampleur. Elle a été l'occasion cependant de réexaminer l'ensemble du dispositif actuel. Dans le cadre de la Commission de réflexion sur les marchés financiers à terme un groupe de travail présidé par M. Lagayette a remis un rapport en février 1988, sur ce problème spécifique de la sécurité du marché. Il en ressort les conclusions et propositions suivantes.

L'organisation de la sécurité du marché dans son ensemble recouvre trois domaines essentiels :

- La définition de règles de sécurité financière ;
- La surveillance des intervenants ;
- La régulation des marchés.

1) La définition des règles de sécurité financière

Ces règles sont destinées à :

- assurer la sécurité du marché par la définition du statut des intermédiaires financiers, notamment en matière de capitalisation ;
- assurer celles des clients par l'existence d'un certain nombre de dispositions en matière de garantie.

Sur le premier point l'existence d'un statut d'intermédiaire financier, comportant notamment des normes de capitalisation constitue un des éléments essentiels de la sécurité d'un marché.

A cet égard, les intermédiaires financiers intervenant sur notre marché relèvent de statuts différents, définis principalement pour les marchés organisés soit par la loi bancaire, soit par la loi boursière.

En ce qui concerne la bourse, sans préjudice du contrôle exercé par les autorités monétaires pour les sociétés de bourse ayant demandé le statut de maison de titre (article 99 de la loi bancaire), il apparaît souhaitable que l'ensemble de ces sociétés obéissent à des règles identiques, définies par le conseil des bourses de valeurs, prévoyant notamment les exigences en matière de capitaux propres, de ratios de solvabilité et de liquidité, et qu'un contrôle permanent soit exercé par l'institution financière spécialisée qui lui est rattachée.

L'application de ce principe rend nécessaire l'exercice de l'activité de bourse par une entité juridique autonome.

Il faut cependant souligner que le montant des fonds propres exigibles doit différer selon la nature de l'activité et que la sélection des intermédiaires financiers ne saurait reposer sur le seul élément financier.

Enfin, des règles similaires devraient être définies pour les différents organismes concourant également à l'activité du marché financier :

— Les sociétés de gestion de fonds commun de placement pourraient voir utilement leur statut revu dans le sens d'un accroissement de leur capital social en fonction de l'importance de leur activité.

— Les auxiliaires de la profession boursière (remisiers et gérants de portefeuille), dont le statut est régi par les dispositions de la loi du 21 décembre 1972, devraient être soumis à des règles d'agrément plus strictes, notamment inspirées des pratiques étrangères (« introducing brokers » aux États-Unis).

Un exemple des problèmes de sécurité du marché lié à l'intervention d'une société de remise, a été donné par les interventions de la Société Arbitrage S.A. (cf. p. 194).

2) La surveillance des intervenants

La surveillance des intervenants recouvre à la fois les opérations réalisées par les clients finaux et celles des intermédiaires eux-mêmes.

Elle emprunte deux voies :

— la centralisation des informations destinées à connaître le volume des positions des différentes catégories d'intervenants ;

— la limitation des positions dans le but d'en contrôler le montant.

a) *Le problème de la centralisation des informations concernant les positions des intervenants sur le marché se pose en termes différents selon qu'il s'agit du marché principal ou du marché dérivé, c'est-à-dire à terme ou optionnel.*

Sur le marché principal la prise en compte des positions détenues simultanément sur les marchés sous-jacents, également souhaitable, apparaît plus difficile à réaliser dans l'immédiat en raison du délai de liquidation existant sur le règlement mensuel.

La visibilité n'existe à Paris, qu'« *a posteriori* » et la position ne peut être calculée qu'une fois par mois.

Néanmoins, si la mise en place de produits dérivés faisait évoluer de plus en plus le marché à règlement mensuel, il conviendrait alors de connaître quotidiennement les positions des opérateurs.

Sur les marchés dérivés la centralisation peut être assurée par la Chambre de compensation qui accomplit trois missions :

— la compensation des ordres exécutés sur le marché et leur garantie de bonne fin ;

— la sécurité financière du marché, notamment par la définition des fonds propres des différentes catégories d'opérateurs, et par l'appel quotidien des marges auprès des adhérents ;

— la surveillance des risques, fonction souvent assurée par l'organisation du marché elle-même, mais exercée dans le cas du MATIF par la Chambre de compensation.

A plus long terme les impératifs de sécurité du marché ne peuvent que renforcer la centralisation des informations concernant aussi bien les positions des adhérents membres d'une chambre de compensation que les positions des clients importants utilisant plusieurs intermédiaires dans le but d'apprécier leur risque global.

La centralisation nécessaire de ces informations pourrait se faire :

— soit par la mise en place d'une chambre de compensation unique pour le fonctionnement de marchés dérivés ayant des liens étroits entre eux, comme une option et un contrat à terme sur le même indice boursier,

— soit par l'organisation de procédures d'échanges d'informations entre les différentes chambres de compensation.

La Commission présidée par M. Deguen plaide pour une Chambre de compensation unique, au moins pour les produits dérivés sur le même indice, en la confiant à l'organisme qui a vocation à connaître les positions prises sur les titres composant l'indice.

b) *La limitation des positions existe déjà sur le MATIF par rapport aux fonds propres*

De telles limitations pourraient être généralisées avec toutefois un régime d'exception pour des motifs de couverture, ce qui suppose au préalable la définition du concept de couverture lui-même.

3) La régulation des marchés

Celle-ci comporte au moins deux volets : la politique des marges, l'existence de mesures spécifiques en cas de crise.

a) *La politique des marges*

Il y a un rapport de volume entre le marché principal et les marchés dérivés et il convient que le développement de ces deux compartiments d'un même marché se réalise d'une manière harmonieuse, dans le but notamment d'éviter des crises de liquidité.

La fixation du niveau des marges (couverture sur le marché à règlement mensuel, marge initiale ou dépôt sur les marchés dérivés) constitue un élément essentiel de la sécurité. Leur niveau détermine l'effet de levier existant notamment sur les marchés dérivés et par là le degré de spéculation. Afin d'éviter un phénomène de transfert d'un marché sur l'autre, il importe que le niveau des marges soit harmonisé.

b) *L'adaptation des procédures aux périodes de crise*

Dans le but d'éviter qu'en période de crise, l'improvisation ou le recours à des solutions extrêmes n'accroissent l'inquiétude des opérateurs, il convient que les mesures spécifiques possibles soient connues de tous.

Sur le plan des procédures de marché, l'existence de disjoncteurs destinés à éviter qu'une volatilité excessive ne perturbe le bon fonctionnement du marché présente un intérêt.

Il peut s'agir :

- soit d'une suspension provisoire des négociations,
- soit d'une limite de variation quotidienne du marché.

Dans le premier cas la suspension doit être de courte durée, inférieure à une heure, et annoncée aux opérateurs afin de leur donner le temps de réflexion.

4) La mise en œuvre des mesures de sécurité

La mise en œuvre de ces mesures de sécurité fera l'objet d'un suivi régulier par un Comité de liaison instauré en avril 1988 à la suite d'une recommandation formulée par la Commission présidée par M. Deguen.

Ce Comité de liaison comprend les organisations de marché : Conseil des bourses de valeurs, Conseil du marché à terme, les organismes de compensation, la Banque de France, la Commission des opérations de bourse et la Direction du Trésor.

CHAPITRE III

Protection de l'épargne

Au printemps de l'année 1987, la COB a rappelé que la mise en œuvre de nouveaux instruments financiers, de nouvelles procédures de négociation, d'une nouvelle structure des intermédiaires financiers, doit accroître l'efficacité du marché et les possibilités de valorisation de l'épargne mais qu'elle comporte aussi des risques plus grands et des possibilités de fraudes et d'abus accrues. Elle a alors proposé la mise en œuvre d'un programme général de protection de l'épargne dont un certain nombre de dispositions essentielles viennent d'être reprises dans la nouvelle loi sur les bourses de valeurs.

1. Plusieurs de ces risques existent déjà, mais les nouvelles procédures, les nouveaux marchés les accroissent.

— Les fraudes en bourse consistant à faire passer les intérêts de l'intermédiaire ou de son personnel avant ceux du client sont aussi vieilles que les bourses elles-mêmes ; le marché continu remplaçant l'ancien marché de « fixings » uniques ou peu nombreux les facilite en l'absence de procédures de négociation très précises comportant horodatages, et appuyées par un contrôle systématique de leur observation.

— Le développement des gestions collectives de l'épargne (SICAV et Fonds communs) est un grand succès, très positif pour les épargnants. Un principe fondamental de ces gestions est l'indépendance du gestionnaire et de son contrôleur (le dépositaire), vis-à-vis des autres intérêts financiers des groupes auxquels ils appartiennent ; il est certain que cette indépendance n'a pas toujours été correctement assurée dans le passé, et ne l'est pas encore aujourd'hui.

— L'émission de nouveaux produits financiers, souvent complexes, répond à l'objectif sain de fournir aux sociétés des instruments correspondant à leurs besoins ; mais elle peut être aussi l'occasion pour les maisons d'« ingénierie financière » de créer des produits ou d'utiliser des procédures qui peuvent avantager certains actionnaires au détriment des petits porteurs.

— La création des marchés d'options négociables, associée à la négociation en continu des valeurs mobilières, donne à la spéculation un levier beaucoup plus important que les achats et ventes de titres, et rend infiniment plus payante l'utilisation d'informations confidentielles et la manipulation des cours.

2. La capacité multiple, qui est à la base même du nouveau marché, suscite inévitablement de nombreux conflits d'intérêts.

— L'activité bancaire suppose que le banquier dispose d'une information confidentielle aussi large que possible sur tous les éléments de la gestion de son client, afin de pouvoir mesurer le risque de son crédit ; or l'usage de cette information confidentielle pour ses activités boursières peut constituer un délit d'initié.

— Les opérations pour compte propre notamment (contrepartie ou market making) supposent que l'intermédiaire ne dispose pas d'informations confidentielles sur les sociétés sur lesquelles il intervient, faute de quoi le marché est faussé au détriment des autres investisseurs.

— La fonction d'assistance à l'émission (syndicat de garantie et de placement) suppose des interventions importantes sur le marché, et une action publicitaire importante, alors que la fonction de négociateur suppose une neutralité complète vis-à-vis des différents clients de l'intermédiaire.

— Les opérations fiduciaires ne doivent ni bénéficier d'informations confidentielles ni servir l'intérêt qu'ont les intermédiaires dans le succès d'autres opérations au détriment de l'intérêt des épargnants.

3. La privatisation rend ces risques plus aigus. Elle crée une grande masse de petits actionnaires souvent insuffisamment informés.

I. — Programme de protection de l'épargne

Son contenu comporte notamment :

1. La définition de règles déontologiques s'imposant aux professionnels et comportant à la fois :

— des principes généraux, qui doivent aller de soi sur un marché développé, et notamment :

- l'égalité de traitement des actionnaires,
- la priorité donnée à l'intérêt du client,
- l'exécution des ordres aux meilleures conditions du marché,
- la gestion indépendante des activités incompatibles : banque, contrepartie, gestion fiduciaire, négociation pour compte de tiers, lorsqu'elles font partie d'un même ensemble financier,
- l'absence de circulation indue des informations confidentielles,

— des règles de conduite précises adaptées aux différents cas particuliers (par exemple, modalités d'interventions à l'occasion de la préparation d'une opération financière).

Ces règles devraient s'articuler sur plusieurs niveaux :

— règlements déontologiques d'entreprise s'imposant au personnel des intermédiaires financiers ;

— règlements de l'autorité professionnelle boursière ou régissant l'activité des membres de la bourse ;

— principes généraux définis par la loi ou par un règlement de la Commission des opérations de bourse qui, à défaut de l'autorité professionnelle, pourrait les préciser notamment pour les entreprises non membres de la bourse.

2. L'adoption de procédures boursières suffisamment précises pour écarter les fraudes si elles sont correctement suivies et contrôlées, notamment en matière de négociation (règles de priorité des ordres en fonction de leur horodatage, régime des applications) ou de mode d'intervention sur le marché (régularisation des cours).

3. La révision de la définition des infractions boursières fondamentales, en tenant compte de l'évolution technique, législative et jurisprudentielle, notamment en ce qui concerne la manipulation des cours, les délits d'initiés et la fourniture au marché d'informations trompeuses ou inexactes.

4. La mise en œuvre dans des conditions satisfaisantes des principes juridiques et des dispositions légales protégeant les droits des actionnaires.

5. Le développement de l'information portant à la fois :

— sur le marché (diffusion des prix et des quantités traitées en temps réel) ;

— sur les émetteurs, en matière d'information permanente notamment dont l'importance s'accroît avec la mise en œuvre du marché continu et la création du marché d'options négociables ;

— sur les produits, notamment lors de leur création et à l'occasion de leur autorisation par les assemblées générales extraordinaires.

6. La définition, par concertation entre la Banque de France et les autorités du marché, des mesures destinées à assurer la solvabilité des intermédiaires.

7. L'exercice de contrôles systématiques à plusieurs niveaux, ce qui suppose :

— des audits déontologiques au sein des entreprises ;

— le renforcement des moyens juridiques et en personnel dont disposent les organismes professionnels et la Commission des opérations de bourse, et une étroite coopération entre ces organismes et la Commission ;

— l'adoption de sanctions pénales ou disciplinaires effectives en cas d'infractions, ainsi que, le cas échéant, la réparation des dommages causés aux épargnants ;

— le développement de l'assistance entre autorités de régulation des marchés des pays développés en vue de la coordination de leurs méthodes et de la recherche des infractions commises à l'occasion des transactions internationales.

8. La sensibilisation des milieux professionnels, financiers et judiciaires, ainsi que des épargnants aux différents aspects des mesures de protection de l'épargne.

Cette mission de protection de l'épargne prend aujourd'hui une importance particulière du fait de la modernisation du marché financier français et du développement de l'épargne investie en actions puisque, aujourd'hui, six millions d'actionnaires, dont trois sur quatre sont de nouveaux actionnaires, sont désormais associés à la vie et à la prospérité des entreprises.

L'objectif est clair : il faut que tous les utilisateurs, professionnels ou non, du marché français, et au premier chef les épargnants de notre pays, puissent avoir confiance dans les mécanismes du marché et la sécurité qu'ils organisent, ainsi que dans les professionnels qui assurent pour leur compte le placement et la valorisation de leur épargne.

Les mesures de mise en œuvre ont été prises soit sous la forme de dispositions législatives telles que celles de la loi du 22 janvier 1988 qui posent des règles professionnelles et définissent des nouveaux délits financiers, soit sous la forme de dispositions réglementaires : décret, par exemple, sur le vote par correspondance ou sur l'action en justice des associations d'actionnaires, règlement homologué par le ministre chargé de l'Économie, tel que le règlement 87-04 imposant la diffusion des comptes semestriels consolidés, soit sous la forme de règles de conduite professionnelle émanant des professions elles-mêmes ou de recommandations de la Commission (par exemple, sur les frais de comptes-titres ou le vote par correspondance).

Afin d'associer les épargnants à son action et sans préjuger des formes que pourrait revêtir la représentation des actionnaires dans l'avenir, la Commission a été conduite à susciter la réunion d'un groupe de personnalités compétentes de par leurs fonctions pour parler au nom d'épargnants et émettre des avis valables sur les questions intéressant les petits actionnaires et les épargnants ayant investi en valeurs mobilières.

Pour la constitution de ce groupe ont été invités à se réunir des représentants :

- des clubs d'investissement ;
- d'associations générales d'actionnaires ;
- d'associations d'actionnaires salariés ;
- du secteur coopératif et de la mutualité ;
- des caisses d'épargne.

Ont été également conviés des représentants d'actionnaires désignés à cet effet dans les conseils d'administration des sociétés privatisées, un professeur à l'Institut d'études politiques, un représentant de l'Institut national de la consommation.

Le groupe, qui n'a pas dans l'immédiat de caractère juridique particulier mais un caractère informel, a déjà examiné un certain nombre de projets de recommandation avant leur diffusion au public.

II. — Principes et règles de conduite applicables aux activités financières

A la suite des travaux engagés par la Commission sur la déontologie professionnelle des intermédiaires financiers, un groupe de travail, présidé par M. Brac de la Perrière, a été constitué auprès de la Commission en février 1987 en vue de faire des propositions.

Ce groupe a remis, en juillet 1987, un rapport d'étape explicitant les principes fondamentaux sur lesquels doit reposer la déontologie des professionnels de la finance.

La poursuite des travaux a donné lieu à la constitution de quatre ateliers, composés de professionnels, en vue de faire des propositions précises sur les opérations personnelles des professionnels, l'indépendance des gestions sous mandat au sein des établissements à capacités multiples, la continuité du marché et la contrepartie, les problèmes spécifiques des marchés à effet de levier.

Sur la base des rapports de ces ateliers, le groupe a remis en mars 1988 son rapport définitif.

A. — LES CONCLUSIONS DU GROUPE DE TRAVAIL

Le rapport remis à la COB le 22 mars 1988 constate que la transformation du marché financier et le développement de la capacité multiple exigent une adaptation des règles de déontologie professionnelle des intermédiaires financiers.

Il est rappelé que les principes qui doivent guider l'action des intermédiaires financiers sont la primauté des intérêts de leurs clients et le respect de l'intégrité du marché.

S'agissant des clients, les intermédiaires doivent les servir avec diligence, loyauté, neutralité et discrétion.

Vis-à-vis du marché les professionnels doivent s'engager à en respecter les règles et s'interdire tout abus de position privilégiée ou dominante.

1) La démarche déontologique

Le groupe commence par situer la démarche déontologique dans l'environnement juridique et l'organisation des métiers financiers.

Il est indiqué que la déontologie est au confluent de la loi et de la bonne organisation de l'entreprise et qu'en outre, la nature consensuelle de la démarche déontologique doit conduire à y associer tous les acteurs professionnels.

a) *La mise en œuvre de la déontologie relève au premier degré des intermédiaires financiers*

Sous la responsabilité, l'impulsion et le contrôle de leurs dirigeants, les entreprises engagées dans les activités financières doivent se doter de règles déontologiques concernant leur activité, leur organisation et les opérations personnelles de leurs collaborateurs.

En ce qui concerne leur organisation, il importe de recenser les différents métiers exercés en vue de déceler les conflits d'intérêts potentiels afin de les faire disparaître lorsque cela est possible, ou d'instaurer des règles d'arbitrage permettant de les résoudre. Des mesures doivent également être prises pour assurer la transparence des opérations vis-à-vis des clients.

Des dispositions doivent être prises pour éviter que les personnes travaillant pour le compte de l'entreprise n'utilisent leurs fonctions à des fins personnelles.

b) *Les organisations professionnelles*

Pour leur part les organisations professionnelles sont investies d'une mission de diffusion des règles de déontologie. Cette diffusion peut prendre des formes variées (séances de formation, séminaires, circulaires) en fonction des besoins des personnes intéressées. S'y ajoute éventuellement la définition de normes minimales adaptées à la nature de l'activité des membres de chacune des organisations.

c) *Les autorités de marché*

Les intermédiaires financiers doivent respecter l'intégrité du marché et ne pas en entraver le fonctionnement régulier.

En conséquence, les autorités de marché, professionnelles ou publiques, doivent intervenir pour fixer des règles assurant une évolution d'ensemble ou pour pallier l'inaction de certains intermédiaires.

Les autorités de marché doivent assurer un fonctionnement régulier du marché, et veiller à ce que les mêmes règles déontologiques minimales soient respectées de tous.

d) *Le respect des règles de conduite doit être assuré par des contrôles appropriés*

Chaque intermédiaire financier doit se doter d'une structure de contrôle interne, bénéficiant d'une large autonomie, adaptée à son organisation, pour vérifier le respect des règles concernant les procédures internes de l'entreprise, et les opérations personnelles des collaborateurs. Les dirigeants sont tenus informés des résultats de ces contrôles.

Les contrôles externes par les autorités professionnelles de marché (Conseil des bourses de valeurs et Conseil du marché à terme) et par les autorités publiques (Commission des opérations de bourse et Commission bancaire) complètent les contrôles internes, mais ne sauraient s'y substituer.

e) *Les sanctions*

1. Les sanctions disciplinaires prises dans l'entreprise et par les autorités de marché constituent la suite normale de manquements à la déontologie. Les professionnels ne doivent pas hésiter à faire preuve de fermeté et en ce qui concerne les activités de marché à rendre publiques les sanctions prises.

2. L'action pénale ne doit être qu'un recours ultime. Il faut éviter de l'affaiblir par une extension excessive de son champ d'application.

3. Lorsque des clients subissent un préjudice du fait de manquements aux règles de déontologie les intermédiaires doivent rechercher leur dédommagement.

2) **Les règles de conduite**

a) *Opérations personnelles des professionnels*

Les axes d'action retenus par le groupe sont les suivants :

1. L'évolution vers une expression plus formalisée qu'elle ne l'est aujourd'hui des règles de déontologie étant reconnue comme nécessaire par la place, c'est à chaque intermédiaire qu'incombe la responsabilité d'établir les règles écrites applicables aux opérations personnelles des professionnels qu'il emploie.

2. Cette responsabilité ne se limite pas à l'obligation légale faite aux intermédiaires, par l'article 19 de la loi du 22 janvier 1988, de fixer dans leur règlement intérieur :

— les conditions dans lesquelles les salariés peuvent effectuer des opérations de bourse pour leur propre compte ;

— les conditions dans lesquelles ils doivent dès lors en informer leurs employeurs ;

— les obligations qui s'imposent à eux en vue d'éviter la circulation indue d'informations confidentielles.

3. La déontologie n'étant pas réservée aux spécialistes, des règles générales doivent s'appliquer à l'ensemble du personnel. Mais des règles spécifiques doivent être définies concernant :

— les professionnels en situation sensible en raison des fonctions qu'ils exercent ;

— les personnes occupant des positions particulières au sein de l'entreprise (contrôle, hiérarchie, participation aux organes sociaux) ;

— les mandataires et autres prestataires de service ;

— les membres de la famille des personnels soumis au sein de l'entreprise à des règles précises concernant leurs opérations propres.

4. L'analyse des opérations susceptibles d'être faites par des professionnels à titre personnel doit être conduite, au sein de chaque entreprise, en passant ces opérations au crible des deux principes qui fondent la déontologie : le service des clients et le respect de l'intégrité du marché.

5. La double approche par les personnes et par les opérations doit permettre d'établir une grille des règles à appliquer aux opérations personnelles de professionnels, ces règles pouvant aller de l'autorisation sans condition à l'interdiction pure et simple et s'appliquer à l'ensemble du personnel ou à telle catégorie de celui-ci.

6. Peuvent également être mises en place, à condition d'en éviter les déviations, des solutions qui dessaisissent les personnes concernées de la gestion de leurs avoirs (mandat de gestion au sein de l'établissement ou confié à un tiers, O.P.C.V.M.).

7. L'intéressement de professionnels aux résultats de comptes-maison ne doit pas entraîner un détournement de la finalité de ces comptes.

8. Les opérations liées à l'actionnariat du personnel méritent une démarche déontologique appropriée.

9. S'il appartient au professionnel d'informer son employeur des opérations qu'il réalise à titre personnel, il appartient à l'employeur d'assurer la confidentialité de cette information, tant à l'intérieur qu'à l'extérieur de l'entreprise.

10. L'obligation pour les professionnels de domicilier leurs opérations dans un compte ouvert chez l'intermédiaire qui les emploie (ou dans un établissement désigné par celui-ci) crée une situation favorable à la bonne pratique de la déontologie.

11. Lorsque le compte du professionnel n'est pas tenu par son employeur, des précautions particulières doivent être prises pour assurer l'information de l'employeur et lui permettre d'exercer son contrôle.

12. Tout intermédiaire financier devrait éviter d'exécuter les ordres émanant de professionnels employés dans d'autres établissements et portant sur des opérations que les membres de leur propre personnel n'auraient pas le droit de réaliser ou ne pourraient réaliser que sous certaines conditions ; cette recommandation n'aurait sa pleine portée que si elle recueillait un très large assentiment dans l'ensemble de la communauté financière française et internationale.

13. La définition précise des procédures et la mise en place d'outils de contrôle performants facilitent la mise en évidence de manquements à la déontologie.

14. Pour assurer la confidentialité des informations relatives au patrimoine des intéressés, le contrôle des opérations personnelles des professionnels devrait être organisé à deux niveaux au sein de l'entreprise :

— contrôle des opérations par la hiérarchie ;

— contrôle des comptes et contrôles d'ensemble par un corps de contrôle général ou un organe spécifique ne répondant de sa mission que devant la direction de l'établissement.

b) *L'indépendance des gestions sous mandat au sein des établissements à capacité multiple*

Le développement très rapide sur le marché français de la gestion pour le compte de tiers a conduit le groupe à apporter une attention particulière aux modalités d'exercice de cette fonction et à préconiser les actions suivantes :

1. Il est souhaitable que les dirigeants des entreprises financières proclament solennellement les responsabilités et devoirs inhérents à l'acceptation du mandat de gérer des portefeuilles. Cette reconnaissance pourrait prendre la forme d'une déclaration signée des mandataires sociaux et adressée à l'autorité de contrôle compétente.

Cette déclaration, s'apparentant à une prestation de serment, serait pour partie standardisée et pour le reste, laissée à l'initiative de l'établissement si celui-ci souhaitait y ajouter des engagements propres.

2. Tout établissement pratiquant la gestion sous mandat est soumis à une obligation de moyens. Aussi les dirigeants doivent-ils définir et mettre en place les moyens techniques et d'information indispensables à quiconque gère sous mandat.

3. Le mandat de gestion, désormais obligatoirement écrit, doit mentionner l'éventualité de conflits d'intérêts entre l'établissement et le mandant.

Le rapport annuel de tout organisme de placement collectif en valeurs mobilières doit contenir une information relative aux opérations portant sur des titres ou produits dans lesquels l'établissement ou son groupe a un intérêt.

4. Afin de réduire les risques d'interférence, les départements ou services de « gestion sous mandat » ne doivent pas relever d'ensembles — ou y être intégrés — où sont exercées des activités manifestement susceptibles de conduire à des conflits d'intérêts.

De même, tout collaborateur exerçant des fonctions au titre de la gestion sous mandat ne doit en assumer aucune autre qui soit notoirement « conflictuelle ».

Si dans certains établissements, cette insertion ou ce cumul ne pouvait être évité, des règles particulières de fonctionnement devraient être définies et une surveillance des opérations organisée.

Si le portefeuille de l'établissement lui-même revêt une certaine importance et fait l'objet d'une gestion active, celle-ci doit être confiée à un ou plusieurs collaborateurs n'exerçant pas de responsabilité de gestion sous mandat pour le compte de clients.

5. Pour bien marquer la responsabilité des gérants quant au respect des règles relatives à l'indépendance de la gestion et en même temps, leur permettre de résister aux éventuelles sollicitations et pressions d'où qu'elles viennent, les gérants doivent toujours être dotés d'une délégation de pouvoirs en bonne et due forme.

6. La gestion sous mandat impose à l'établissement qui la pratique de prendre toutes dispositions nécessaires pour que puissent être individualisées, retracées et justifiées dans le détail l'ensemble des écritures comptables afférentes à un portefeuille.

Il en va de même des éléments relatifs à l'origine et à la transmission des ordres d'investissement ou de désinvestissement.

7. L'éventuel intéressement, individuel ou collectif, des gérants aux résultats doit prohiber tout critère de profit ou recette pour l'établissement et être exclusivement assis sur des éléments tenant à la qualité de la gestion considérée dans le seul intérêt du mandant.

8. En matière d'émissions ou d'opérations analogues, les intérêts et demandes de la « gestion sous mandat » peuvent entrer en concurrence avec ceux d'autres centres de décision. Dans ce cas, il convient que l'établissement définisse clairement l'ordre dans lequel, en cas d'offre limitée, les différents postulants seront servis.

De même au sein de la gestion sous mandat, des règles de répartition des « offres limitées » entre les différents portefeuilles doivent être établies comme, par exemple, l'attribution prioritaire eu égard à la nature et aux objectifs du portefeuille.

9. Le principe de meilleure « exécution possible » requiert que la « gestion sous mandat » puisse, sinon décider des intermédiaires tiers auxquels elle recourt, du moins, être étroitement associée à leur choix. Celui-ci doit tenir compte des besoins de la gestion sous mandat en matière d'information, d'études et de conseils et être périodiquement révisé.

Toute publicité d'un établissement relative à la gestion sous mandat doit être réalisée en accord avec les services de gestion afin d'éviter les formulations erronées ou trompeuses.

10. De façon à éviter tout risque de confusion et d'interférence, un établissement ne doit pas utiliser la taille de sa « gestion sous mandat » comme argument de promotion pour conclure des opérations commerciales relevant d'autres fonctions ou en faciliter la conclusion.

11. Les droits de vote doivent être exercés librement par le gérant. Celui-ci doit effectivement les exercer s'il juge qu'il y va de l'intérêt de ses mandants.

12. En matière d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières, les souscripteurs doivent être informés de la nature de toutes les commissions perçues par le ou les établissements promoteurs et des conditions et tarifs qu'en l'espèce ils pratiquent. Ces informations doivent être tenues à la disposition du public.

13. Les autorités administratives, de marché ou professionnelles doivent veiller au strict respect des règles et principes en usage sur la place par les organismes établis à l'étranger et réalisant en France une commercialisation « transfrontalière ».

c) Continuité du marché et contrepartie

Les évolutions des règles de fonctionnement des marchés appellent une adaptation des normes destinées à la sauvegarde des intérêts des clients. Les recommandations du groupe sur ce point sont les suivantes :

1. Appelés à opérer pour le compte de leur clientèle sur des marchés plus complexes et plus risqués, les intermédiaires financiers doivent se sentir investis d'une mission d'information et de conseil adaptée au profil de chaque client ; une telle mission ne doit pas exclure la mise en garde du client lorsque l'exposition au risque apparaît trop élevée.

2. Lorsqu'ils établissent les relations avec leur clientèle, les intermédiaires doivent faire adopter des conventions écrites préalables à toute opération et adaptées aux divers modes d'intervention possibles (ordres impératifs, ordres soignants, gestion déléguée); lors de la passation des ordres, ils doivent s'efforcer d'obtenir des indications suffisamment claires de la volonté du donneur d'ordre pour pouvoir aborder leur exécution en se plaçant sans ambiguïté sous le régime de l'une de ces conventions-cadre.

3. Les intermédiaires doivent organiser la réception, le traitement et l'affectation des ordres dans des conditions d'enregistrement horodaté qui permettent d'en reconstituer *ex post* de façon incontestable les conditions d'exécution par rapport aux évolutions du marché, et de garantir le respect des règles de priorité dans le temps ou entre catégories d'opérateurs.

4. Les intermédiaires doivent s'efforcer de contenir dans un temps aussi bref que possible le délai total d'exécution des ordres depuis leur enregistrement initial jusqu'à la comptabilisation des opérations, assurer une information de leur clientèle qui ne soit ni anticipée ni tardive, et s'interdire de modifier les affectations prononcées hors le cas de rectification d'erreurs matérielles.

5. Chez les intermédiaires opérant en capacité multiple, les trois fonctions de courtier, de contrepartiste ou de teneur de marché, et de gérant pour compte de tiers doivent être strictement séparées en centres de décision et de résultats autonomes les uns par rapport aux autres; les clients doivent savoir sans ambiguïté à laquelle de ces fonctions ils ont affaire ainsi que les principes selon lesquels chacune opère.

6. Le contrôle interne des établissements, qu'il s'exerce sous forme de vérification mutuelle, par la voie hiérarchique ou sous forme d'audit, doit s'assurer du respect des exigences déontologiques dans tous les aspects de la relation avec la clientèle.

7. Étant tenus de respecter, et de faire respecter par leurs collaborateurs, dans l'esprit comme dans la lettre, les règles établies pour assurer la transparence et l'intégrité de ces marchés, les intermédiaires financiers doivent éviter toute rétention d'information susceptible de voiler la visibilité du marché; ils doivent, de même, s'interdire de recourir aux formules de dérivation qui peuvent affecter l'efficacité de la confrontation normale de l'offre et de la demande.

d) Les problèmes spécifiques aux marchés à effet de levier

L'essor considérable des marchés à effet de levier n'a pas toujours été suffisamment maîtrisé sur le plan déontologique. Les principales recommandations en ce domaine sont celles déjà énoncées auparavant; cependant il apparaît nécessaire d'y ajouter les points suivants:

1. Les intermédiaires financiers, avec le concours des autorités de marché, devraient prendre des dispositions afin que l'esprit des règlements des marchés à effet de levier, privilégiant les ordres de clients par rapport aux ordres de professionnels, soit respecté.

2. En vue de permettre l'application des règles relatives à l'évaluation agrégée de la position de chaque client final les intermédiaires financiers ne doivent pas dissimuler aux organismes de compensation l'identité véritable des personnes opérant sur les marchés à effet de levier.

3. Les intermédiaires financiers doivent éviter d'utiliser les opérations de gré à gré pour contourner les règles de protection des investisseurs.

4. Le groupe souhaite que les autorités des marchés à effet de levier adoptent toutes les dispositions réglementaires et techniques nécessaires pour éviter les opérations d'interposition.

5. Compte tenu des règles d'ajustement des couvertures propres aux marchés à effet de levier, les intermédiaires financiers doivent informer leurs clients des opérations réalisées avec une diligence particulière, comme évoqué plus haut, mais en outre ne pas mettre plus de 24 H pour les informer sur les opérations réalisées dans une journée sur ces marchés.

6. L'égalité des intervenants sur les marchés doit conduire à ce que les assignations des vendeurs d'options se fassent par un tirage aléatoire à tous les échelons, depuis l'organisme de compensation jusqu'à la désignation du client assigné, y compris pour les comptes tenus par des intermédiaires qui n'adhèrent pas directement à la compensation.

7. L'instauration d'un statut de négociateur individuel de parquet sur le MATIF devrait être l'occasion d'interdire les opérations pour compte personnel des négociateurs salariés.

8. L'intermédiaire financier doit fixer des niveaux de dépôts de garantie suffisants pour faire face aux ajustements de couverture à l'intérieur de la même journée et ne devrait pas modifier ces niveaux sans en informer le client pour lui donner le temps de satisfaire aux nouvelles exigences.

9. Les intermédiaires financiers doivent s'interdire de proposer à leur clientèle des mandats de spéculation pure sur les marchés à effet de levier. Les mandats de gestion réservant des possibilités d'opérations sur ces marchés devraient faire apparaître le maximum du risque accepté par le client.

10. Les groupes dépositaires ou gérant d'OPCVM particulièrement actifs sur les marchés à effet de levier doivent s'abstenir d'opérations pour leur propre compte sur les parts de ces organismes collectifs lorsqu'il existe une forte incertitude sur l'évaluation de leur valeur liquidative.

3) Les développements ultérieurs

Le groupe recommande qu'un premier bilan des dispositions prises soit fait à l'initiative de la COB dans un délai d'un an.

Les métiers financiers évoluant il importe que les professionnels adaptent périodiquement leurs règles de déontologie.

De même la réflexion déontologique engagée par le groupe doit se poursuivre dans certains métiers connexes à ceux des intermédiaires financiers, tels que les analystes financiers, les investisseurs institutionnels, les salariés des émetteurs ou des autorités de contrôle et les journalistes financiers.

Enfin l'interconnexion des marchés financiers et la perspective de la création d'un marché unique européen doivent être prises en compte par les professionnels afin de contribuer activement à la fixation de règles reconnues par la Communauté financière internationale.

B. — LES CONSÉQUENCES TIRÉES PAR LA COMMISSION DES OPÉRATIONS DE BOURSE

1) Les prises de position de la COB sur le rapport d'étape

a) *Publication du rapport d'étape*

Le groupe de travail présidé par Monsieur Brac de la Perrière ayant remis son rapport d'étape en juillet 1987, la Commission des opérations de bourse en a décidé la publication en supplément au bulletin mensuel d'août-septembre 1987.

b) *Les principes généraux dégagés par la Commission*

Sur la base du rapport d'étape la Commission a envisagé de prendre un règlement fixant les principes généraux de déontologie des activités financières, afin d'en assurer la formulation juridique.

Ces principes sont :

— L'obligation pour les intermédiaires, gérant des portefeuilles individuels ou collectifs et ceux donnant des conseils, de s'informer des besoins de leurs clients, d'éviter de leur faire courir des risques dont ils ne sont pas correctement informés.

— Prendre les mesures nécessaires pour assurer une gestion indépendante de chacune des activités susceptibles de mettre en cause des intérêts divergents et éviter la circulation indue d'informations confidentielles.

— Ne pas effectuer d'opération portant atteinte à l'intégrité du marché.

— Édicter des règles pour leurs préposés en vue d'assurer le respect des principes précédents ;

Les avis recueillis auprès des autorités professionnelles intéressées ont montré qu'elles ne jugeaient pas opportun l'adoption de ce projet dans l'attente du vote de la loi de réforme de la bourse et de la rédaction du rapport définitif du groupe présidé par M. Brac de la Perrière.

La Commission a différé ce projet tout en considérant que ce projet de règlement serait susceptible de constituer une source de droit dans l'action disciplinaire des autorités professionnelles de marché et dans les éventuelles actions en responsabilité entre les intermédiaires financiers et leurs clients en cas de manquement à ces principes.

2) Les prises de position sur le rapport général

Le 22 mars 1988, M. Brac de la Perrière a, en sa qualité de président du groupe de travail, remis à la Commission des opérations de bourse, le rapport de conclusion des travaux.

La Commission a approuvé les principales orientations du rapport et en a décidé la publication intégrale.

En conséquence, elle a recommandé aux autorités de marché concernées, aux entreprises et à toutes les personnes intéressées de mettre en œuvre dans un délai rapide les règles de conduite préconisées.

A cette fin la Commission a transmis en vue de sa diffusion le rapport au Conseil du marché à terme, au Conseil des bourses de valeurs, à l'Association des sociétés et fonds français d'investissement.

3) Les développements prévus par la Commission

La Commission des opérations de bourse considère que la mise en œuvre des règles de conduite par les professionnels constitue une des premières priorités de son action.

Pour 1988, les premiers axes d'action retenus sont :

a) *Les règles de fonctionnement des marchés*

Le rapport général et deux de ses annexes contiennent des recommandations très importantes sur l'adaptation des règles de fonctionnement des marchés, telles que celles concernant la nature des liens devant unir l'intermédiaire financier et ses clients, l'enregistrement horodaté des ordres, les modalités d'exécution et de compte-rendu des opérations faites.

La mise en œuvre de ces mesures relève de la compétence des autorités de marché que sont le Conseil des bourses de valeur et le Conseil du marché à terme. A la suite des modifications législatives récentes, ces deux autorités seront amenées à modifier les règlements généraux des marchés. La Commission des opérations de bourse veillera à ce que ces textes reprennent la substance des recommandations du rapport du groupe de travail sur la déontologie et les recommandations complémentaires. Pour les questions ne relevant pas des règlements généraux la Commission s'assurera que les mesures juridiques nécessaires seront prises.

b) *Les règles de conduite des intermédiaires financiers*

L'adaptation des règles de fonctionnement des marchés et celle des règles d'organisation et de fonctionnement des entreprises d'intermédiaire financier doivent aller de pair.

En concertation avec les organisations professionnelles compétentes, la Commission recherchera les moyens permettant d'assurer une évolution conforme aux recommandations du rapport général.

Les principales orientations dans ce domaine sont :

1. Séparer effectivement les fonctions incompatibles (banquier commercial, courtier, contrepartiste et gérant pour compte de tiers), ou, si cela est impossible, préciser très clairement les conséquences de la priorité des intérêts du client.

2. Informer et conseiller en permanence leurs clients et les mettre en garde contre des risques disproportionnés par rapport à leur situation.

3. Conclure avec leurs clients des conventions écrites préalables.

4. Préciser à leurs clients la nature de leur fonction (courtier ou courtier-participe) et le mode de rémunération (courtage ou différence de cours).

5. Procéder à l'enregistrement et à l'horodatage immédiat de chaque ordre, à sa réception et à chaque stade de son exécution.

6. Exécuter les ordres avec diligence, ce qui comporte l'obligation de la meilleure exécution possible de l'ordre reçu.

7. Procéder à l'affectation immédiate des opérations réalisées, sans qu'aucune modification *a posteriori* ne puisse affecter le résultat de la transaction réalisée pour le compte d'un client.

8. Informer rapidement les clients des résultats de leurs opérations, et le faire dans un délai maximum de vingt-quatre heures, dès lors que ces opérations ont des conséquences financières telles qu'appels de marges ou de couverture.

9. S'abstenir de façon absolue d'utiliser pour leur propre compte une information non publique.

10. Opérer un contrôle effectif de l'application des règles de conduite.

c) *Les règles relatives aux opérations personnelles des professionnels*

L'article 19 de la loi de réforme de la bourse du 22 janvier 1988 impose aux intermédiaires financiers de fixer dans leur règlement intérieur les règles devant s'appliquer aux opérations personnelles de leurs salariés et les conditions d'information de leur employeur.

Sur la base de cette prescription le rapport d'un des ateliers, annexé au rapport général, suggère aux entreprises une démarche en vue de prendre des mesures appropriées pouvant aller de la liberté complète d'intervention de leurs collaborateurs, sous réserve de la domiciliation du compte chez l'employeur, jusqu'à l'interdiction absolue. Afin d'assurer une adaptation des règles aux différentes situations, le rapport préconise d'utiliser une matrice de classement tenant compte du caractère plus ou moins sensible de la fonction de chaque salarié au sein de l'entreprise et de la nature de chacune des opérations financières dont il a à connaître en vue de fixer les règles applicables aux opérations personnelles.

Tout en laissant à chaque entreprise le soin de fixer les dispositions de son règlement intérieur, la Commission des opérations de bourse coopérera avec les organisations professionnelles intéressées afin de proposer les analyses permettant de repérer les principales difficultés pouvant être rencontrées.

d) *Les règles relatives aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières*

Le rapport général sur la déontologie des activités financières, ainsi qu'un des rapports des ateliers qui y sont annexés contiennent plusieurs propositions en vue de renforcer l'autonomie des gestions sous mandat. La Commission des opérations de bourse considère que ces recommandations constituent une base de travail pour les responsables de cette activité dans les établissements financiers.

Ces mesures ainsi que d'autres dispositions complémentaires que la Commission des opérations de bourse pourrait juger utiles seront examinées avec le comité technique, organisme de concertation entre la COB et les représentants de l'Association des sociétés et fonds français d'investissement et d'autres associations professionnelles. Sur la base de cette analyse commune, la Commission prendra les mesures jugées les plus adaptées.

e) *Le contrôle*

Outre la rédaction de nouvelles règles, la Commission s'assurera de leur respect par les intermédiaires financiers. Du fait de l'extension de ses pouvoirs d'investigation résultant de la modification de l'ordonnance du 28 septembre 1967, la Commission pourra plus facilement exercer une telle mission.

Ces contrôles pourront être opérés directement par la Commission ou celle-ci pourra s'assurer que les autorités professionnelles de marché (Conseil des bourses de valeurs et Conseil du marché à terme) en garantissent le respect, en recourant si nécessaire à leurs pouvoirs disciplinaires.

4) **Les autres développements prévus**

a) *Un premier bilan*

Conformément au souhait du groupe de travail, la Commission organisera en concertation avec les professionnels dans le courant du 1^{er} semestre 1989 un premier bilan de la mise en œuvre du rapport général sur la déontologie des opérations financières.

b) *L'extension à d'autres professions*

La COB engagera des réflexions sur la déontologie de professions connexes à celles d'intermédiaires financiers. Dans un premier temps la Commission prendra l'attache des organismes représentatifs des analystes financiers, des remisiers-gérants de portefeuille et des journalistes financiers.

III. — La modification de la définition des délits boursiers

La loi n° 88-70 du 22 janvier 1988 sur les bourses de valeurs a modifié l'article 10-1 de l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967 relatif à l'utilisation abusive d'une information privilégiée, et à la diffusion d'informations fausses ou trompeuses. Elle a en outre réintroduit dans un nouvel article 10-3 de l'ordonnance précitée le délit de manipulation de cours abrogé par l'ordonnance du 1^{er} décembre 1986. Enfin, un délit d'entrave à l'exercice des missions des agents habilités de la Commission des opérations de bourse a été institué.

A. — LA NOUVELLE DÉFINITION DU DÉLIT D'INITIÉ

Afin d'assurer l'égalité des opérateurs sur le marché dans l'utilisation des informations et de lutter plus efficacement contre les pratiques « d'initiés », l'article 16 de la loi n° 88-70 du 22 janvier 1988 sur les bourses de valeurs a modifié l'alinéa premier de l'article 10-1 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 relatif au délit d'initié.

Le nouveau texte dispose : « Seront punies d'un emprisonnement de deux mois à deux ans et d'une amende de 6 000 F à 5 millions de francs, dont le montant pourra être porté au-delà de ce chiffre jusqu'au quadruple du montant du profit éventuellement réalisé, sans que l'amende ne puisse être inférieure à ce même profit, ou de l'une de ces deux peines seulement, les personnes mentionnées à l'article 162-1 de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 modifiée sur les sociétés commerciales et les personnes disposant, à l'occasion de l'exercice de leur profession ou de leurs fonctions, d'informations privilégiées sur les perspectives ou la situation d'un émetteur de titres ou sur les perspectives d'évolution d'une valeur mobilière ou d'un contrat à terme négociable, qui auront réalisé, ou sciemment permis de réaliser, sur le marché, soit directement, soit par une personne interposée, une ou plusieurs opérations, avant que le public ait connaissance de ces informations.

Dans le cas où les opérations auront été réalisées par une personne morale, les dirigeants de droit ou de fait de celle-ci seront pénalement responsables des infractions commises ».

La nouvelle définition du délit ne modifie pas l'énumération des personnes susceptibles d'être poursuivies ni les sanctions qui leur sont applicables. En revanche, elle étend le champ d'application de l'incrimination et elle en assouplit les conditions.

En premier lieu, l'infraction ne concerne plus uniquement les informations privilégiées sur les perspectives ou la situation d'un émetteur de titres ou sur les perspectives d'évolution d'une valeur mobilière.

L'incrimination de l'exploitation d'une information privilégiée s'étend désormais à tous les marchés et à tous les produits qui y sont négociés. Ainsi relève de l'article 10-1 l'information non connue du public concernant les contrats d'instruments financiers, les contrats de marchandise ainsi que les options.

En second lieu est modifié l'un des éléments constitutifs de l'infraction.

Auparavant, pour caractériser le délit, il importait d'apporter la preuve que les personnes détentrices d'informations privilégiées sur une valeur mobilière avaient réalisé une ou plusieurs opérations sur le fondement desdites informations.

En supprimant les termes « sur le fondement desdites informations », le législateur ne subordonne plus l'infraction à l'exigence de la preuve d'un lien entre l'intervention sur le marché et la connaissance de l'information privilégiée comme fondement de l'intervention.

Cette nouvelle rédaction confirme et étend la position de la jurisprudence selon laquelle la loi a pour effet d'imposer une obligation d'abstention aux personnes initiées pendant la période précédant la révélation des informations au public.

B. — LE DÉLIT DE FAUSSE INFORMATION

L'alinéa 3 de l'article 10-1 nouveau de l'ordonnance du 28 septembre 1967 punit des peines prévues pour le délit d'initié « toute personne qui aura sciemment répandu dans le public par des voies et moyens quelconques des informations fausses ou trompeuses sur les perspectives d'évolution d'une valeur mobilière, d'un produit financier coté ou d'un contrat à terme négociable, de nature à agir sur les cours ».

Malgré une rédaction presque identique à celle qui avait été précédemment utilisée, les conditions d'incrimination ont été élargies par le législateur.

Jusqu'à présent, la diffusion d'informations fausses ou erronées sur le marché n'était réprimée que pour le cas où cette diffusion était faite dans l'intention d'agir sur les cours.

En substituant à l'expression plus restrictive de « afin d'agir sur les cours des titres » celle de « de nature à agir sur les cours », le texte actuel ne rend plus nécessaire, pour réprimer le délit, la démonstration d'un lien entre la diffusion de la nouvelle dans le public et la volonté d'agir sur les cours, démonstration qu'il était difficile de faire sous l'empire de l'ancien texte.

Les dispositions actuelles doivent donc permettre de réprimer plus facilement les pratiques illicites ayant pour effet de fausser les cours par la diffusion dans le public d'informations mensongères.

Par ailleurs, le domaine du délit de diffusion de fausse information est plus large que celui qui était fixé par l'ancien texte puisqu'il ne vise plus seulement les informations fausses ou trompeuses sur les perspectives d'évolution d'une valeur mobilière, mais celles qui concernent un produit financier coté ou un contrat à terme négociable.

C. — LE DÉLIT DE MANIPULATION DE COURS

Le dispositif répressif en matière d'infractions boursières est complété par un article 10-3 nouveau de l'ordonnance du 29 septembre 1967 qui réintroduit dans notre droit le délit de manipulation de cours.

Cet article énonce que : « Sera punie des peines prévues au premier alinéa de l'article 10-1 toute personne qui, directement ou par personne interposée, aura sciemment exercé ou tenté d'exercer sur le marché d'une valeur mobilière, d'un produit financier coté ou d'un contrat à terme négociable, une manœuvre ayant pour objet d'entraver le fonctionnement régulier du marché en induisant autrui en erreur ».

Depuis l'abrogation de l'article 419 du code pénal qui réprimait le fait d'exercer une action sur le marché dans le but de se procurer un gain ne résultant pas du jeu naturel de l'offre et de la demande et aboutissant à une hausse ou une baisse artificielle des valeurs, la France ne disposait plus, contrairement aux autres places financières internationales, d'un texte pénal réprimant le délit de manipulation de cours.

Rarement mis en œuvre en raison de la définition des éléments constitutifs du délit qui ne permettait pas de distinguer de manière satisfaisante les interventions anormales des pratiques non répréhensibles, l'article 419 avait, dans le passé, donné lieu à une interprétation restrictive par les tribunaux qui rendait difficile l'exercice des poursuites (cf. arrêt de la cour d'appel de Paris du 28 juin 1984).

La nouvelle définition du délit devrait mieux répondre que l'ancienne à l'objectif de protection du marché qui est recherché pour incriminer les comportements répréhensibles.

Le délit suppose l'existence d'un élément matériel qui consiste en une manœuvre ayant pour objet d'entraver le fonctionnement régulier du marché.

L'élément intentionnel de l'infraction consiste dans le fait d'exercer ou de tenter d'exercer une manœuvre sciemment, ce qui implique la connaissance du caractère irrégulier de l'opération.

Préalablement à tout acte de poursuite, le ministère public devra demander l'avis de la Commission des opérations de bourse ainsi que, selon le cas, celui du Conseil des bourses ou du Conseil du marché à terme.

Enfin, comme pour le délit d'initié et le délit de fausse information, le champ d'application du délit de manipulation de cours est étendu aux opérations sur les contrats à terme négociables ainsi qu'aux produits financiers cotés.

D. — L'ENTRAVE A L'EXERCICE DES MISSIONS DES AGENTS DE LA COMMISSION DES OPÉRATIONS DE BOURSE

L'article 10 de l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967 a été complété par un second alinéa qui réprime l'entrave à l'exercice des missions des agents de la Commission des opérations de bourses.

Cet alinéa dispose que : « Tout obstacle mis à l'exercice des missions des agents habilités, effectué dans les conditions prévues aux articles 5A et 5B sera puni d'un emprisonnement de quinze jours à deux ans et d'une amende de 15 000 à 2 000 000 F ou de l'une de ces deux peines seulement ».

L'institution d'un délit d'entrave répond au besoin de doter la Commission des opérations de bourse d'un moyen qui lui permet d'exercer efficacement sa mission de surveillance.

Par la généralité de ses termes, le texte de loi vise tout fait qui empêche ou rend plus difficile les investigations entreprises par les agents habilités de la Commission des opérations de bourse.

IV. — Droits des actionnaires

Parmi les mesures prises pour la protection de l'épargne, plusieurs textes de nature législative ou réglementaire sont venus modifier la réglementation des sociétés commerciales.

Ces textes intéressent tout d'abord le droit des actionnaires. Il s'agit des dispositions relatives au vote par correspondance, à l'action en responsabilité des actionnaires contre les administrateurs.

Diverses modifications d'ordre ponctuel ont en outre été apportées par le législateur, tant au fonctionnement des sociétés anonymes qu'au droit des valeurs mobilières et de leurs titulaires.

Par ailleurs, afin d'assurer une meilleure protection du droit des actionnaires à l'occasion d'opérations financières réalisées par les sociétés, la Commission des opérations de bourse a élaboré un important document qu'elle a rendu public au mois d'avril 1987, et dans lequel elle a longuement développé ses observations sur les émissions de titres donnant accès au capital.

A la fin de l'année 1987, l'attention de la Commission des opérations de bourse a été appelée sur les difficultés rencontrées par les actionnaires de TF1 pour exercer leurs droits lors de la première assemblée générale de la société qui s'est tenue le 14 janvier 1988.

La Commission des opérations de bourse a constaté que l'assemblée générale de la société TF1 avait été convoquée dans des conditions régulières, conformément aux articles 124 et 130 du décret du 23 mars 1967 : un avis préalable de réunion valant avis de convocation avait été publié le 7 décembre 1987 au *bulletin des annonces légales et obligatoires* (BALO).

A cette occasion, la Commission des opérations de bourse a cependant jugé utile de rappeler, dans une recommandation n° 88-02, les règles que doivent observer les sociétés cotées en ce qui concerne la participation et la représentation des actionnaires aux assemblées générales.

A. — PARTICIPATION DES ACTIONNAIRES AUX ASSEMBLÉES

Une fois averti de la date de l'assemblée, tout actionnaire qui souhaite avoir la possibilité de s'y exprimer a la faculté :

— soit de s'y rendre, muni, s'il est actionnaire au porteur, d'une justification de sa qualité d'actionnaire délivrée par l'intermédiaire teneur de son compte, et, généralement, d'une carte d'accès à l'assemblée délivrée par la société ;

— soit d'adresser à la société une procuration sans indication de mandataire : il sera alors considéré que les votes émis par l'actionnaire sont des votes favorables aux projets de résolution présentés ou agréés par le conseil d'administration ;

— soit de se faire représenter par un autre actionnaire ou par son conjoint muni d'une procuration signée par le mandant et qui peut désigner nommément le mandataire ;

— soit, mais ce, uniquement depuis la publication du décret du 19 janvier 1988, de voter par correspondance.

Tout actionnaire au porteur doit, lorsqu'il renvoie à la société une procuration ou une formule de vote par correspondance, les compléter par une justification de sa qualité d'actionnaire.

A ce sujet, les actionnaires doivent savoir que rien ne s'oppose à ce que les procurations soient établies sur papier libre.

Enfin, il est utile de rappeler que tout actionnaire nominatif (et il suffit qu'une seule des actions qu'il détient revête la forme nominative) est systématiquement convoqué par la société à toute assemblée. Il peut, en outre, par une demande unique, obtenir de la société l'envoi, à l'occasion de chacune des assemblées d'actionnaires ultérieures, des documents et renseignements visés aux articles 133 et 135 du décret : il s'agit principalement de l'ordre du jour de l'assemblée, du texte des projets de résolution, du rapport du conseil d'administration ou du directoire. Ces documents doivent être accompagnés d'un formulaire de vote par correspondance, formulaire qui peut également être utilisé comme pouvoir en blanc au Président de la société ou comme formulaire de procuration au nom du conjoint ou d'un autre actionnaire de la société.

Cette demande demeure valable pendant toute la période pendant laquelle l'actionnaire nominatif demeure actionnaire de la société.

La Commission des opérations de bourse a constaté, comme cela a été le cas pour les actionnaires de TF1, que les petits porteurs souhaitant assister ou se faire représenter à une assemblée rencontrent de manière générale les problèmes suivants :

— difficulté à connaître la date de l'assemblée, le *BALO* étant une publication peu diffusée parmi les petits actionnaires ;

— difficulté à obtenir des intermédiaires :

- le certificat justifiant de la qualité d'actionnaire,
- la formule de procuration,
- la carte d'accès à l'assemblée délivrée par la société.

La Commission des opérations de bourse, consciente de ces problèmes, particulièrement regrettables lorsqu'il s'agit de sociétés privatisées qui ont un très grand nombre de petits actionnaires, a considéré qu'il était essentiel pour les sociétés de prendre les mesures nécessaires pour que leurs actionnaires aient connaissance de la date des assemblées, disposent des éléments d'information relatifs à ces assemblées, et puissent, s'ils le souhaitent, y participer ou au moins s'y exprimer.

C'est pourquoi elle est intervenue auprès du Président de TF1, pour attirer son attention sur l'importance attachée par la Commission des opérations de bourse à la participation et à la représentation des actionnaires aux assemblées générales.

En outre, après avoir recueilli l'avis du comité de l'épargne qu'elle a constitué en décembre 1987, la Commission des opérations de bourse a publié, dans son bulletin mensuel n° 212 du mois de mars 1988, la recommandation n° 88-2 relative à la participation et à la représentation des actionnaires aux assemblées générales. Elle demande notamment que :

— les sociétés cotées, et plus particulièrement celles dont l'actionnariat est important, fassent connaître la date de leur assemblée par un communiqué publié dans la presse nationale ;

— les sociétés cotées ne refusent pas l'accès à leur assemblée générale à un actionnaire sous prétexte qu'il ne détiendrait pas de carte d'accès ; cette dernière n'est en effet pas prévue par les textes et ne peut être qu'un moyen pour les sociétés de mieux prévoir à l'avance le nombre d'actionnaires qui assisteront à leur assemblée ;

— les intermédiaires fassent diligence pour délivrer aux actionnaires dont ils tiennent le compte un certificat établissant leur qualité d'actionnaire, et disposent de formules de procuration qu'ils puissent fournir aux actionnaires sur leur demande.

B. — VOTE PAR CORRESPONDANCE (décret n° 88-55 du 19 janvier 1988)

La faculté donnée aux actionnaires de voter par correspondance est devenue effective depuis le 1^{er} janvier 1988, date d'entrée en vigueur du décret n° 86-584 du 14 mars 1986.

Ce texte a été modifié une première fois par le décret n° 87-169 du 13 mars 1987, puis une seconde, par le décret n° 88-55 du 19 janvier 1988 paru au *Journal officiel* du 20 janvier 1988, qui apporte des aménagements au dispositif initialement retenu de nature à simplifier les modalités d'exercice du vote par correspondance et qui introduit la possibilité pour les sociétés de faire figurer sur un document unique le formulaire de vote par correspondance et la formule de procuration.

Le vote par correspondance constitue donc désormais pour les actionnaires l'une des facultés que leur offre la loi pour participer aux assemblées sans que ce droit puisse être amoindri ou supprimé par les dispositions statutaires.

L'entrée en vigueur de cette faculté est particulièrement bien venue alors qu'à la suite des privatisations le nombre d'actionnaires individuels directs a quadruplé.

S'il est éminemment souhaitable que les sociétés, et plus spécialement celles qui ont un nombre important de petits actionnaires, prennent l'initiative d'envoyer à leurs actionnaires un formulaire de vote par correspondance, il doit néanmoins être souligné que les textes n'imposent cet envoi qu'aux dirigeants sociaux qui sollicitent des actionnaires la remise de « pouvoirs en blanc » ; dans ce cas, les actionnaires recevront obligatoirement, en même temps que la formule de procuration, un formulaire de vote par correspondance et disposeront ainsi, s'ils ne peuvent se déplacer pour assister à l'assemblée, de la possibilité de nuancer leur position sur tout ou partie des résolutions proposées.

Dans le cas contraire, l'exercice du vote par correspondance suppose que l'actionnaire qui souhaite utiliser cette formule effectue une demande pour obtenir les documents et formulaires nécessaires à son vote, même si, étant actionnaire nominatif, il a été personnellement avisé de la convocation de l'assemblée.

Il importe ici de souligner que l'utilisation par les sociétés d'un document unique regroupant les deux formules de procuration et de vote par correspondance paraît préférable car le maniement en sera plus aisé pour l'actionnaire.

Quoi qu'il en soit, compte tenu de l'importance qu'elle attache à l'expression des actionnaires lors des assemblées générales des sociétés dont ils détiennent les titres, la Commission des opérations de bourse souhaite que les sociétés, comme les intermédiaires financiers, mettent tout en œuvre pour faciliter l'exercice du vote par correspondance par les actionnaires ; elle a adopté à cet effet la recommandation relative à la participation et à la représentation des actionnaires aux assemblées générales citée plus haut (p. 91).

Les textes réglementaires relatifs au vote par correspondance contiennent quant à eux, d'une part, des dispositions sur l'information préalable des actionnaires, d'autre part, des dispositions sur l'exercice du vote par correspondance.

1) Information préalable des actionnaires

Les actionnaires reçoivent de la société une information tant sur la possibilité d'avoir recours au vote par correspondance que sur les résolutions soumises à l'assemblée.

a) Information sur la possibilité de voter par correspondance

Elle résulte d'abord de l'avis de convocation qui devra préciser les conditions dans lesquelles les actionnaires pourront obtenir les formulaires nécessaires et les documents qui y sont annexés (article 123 nouveau du décret n° 67-236 du 23 mars 1967).

De plus, si la société adresse des formules de procuration à ses actionnaires, elle devra en même temps leur envoyer un formulaire de vote par correspondance et leur préciser qu'ils peuvent choisir, à défaut d'assister personnellement à l'assemblée, entre trois formules :

- donner procuration à un autre actionnaire ou à son conjoint ;
- voter par correspondance ;
- adresser une procuration à la société sans indication de mandataire (article 133 nouveau du décret n° 67-236 du 23 mars 1967).

b) Information sur les résolutions

Le formulaire doit permettre un vote sur chacune des résolutions dans l'ordre de présentation à l'assemblée, et doit offrir à l'actionnaire la possibilité d'exprimer sur chaque résolution un vote favorable, ou défavorable à son adoption (article 131-2 nouveau du décret du 23 mars 1967).

A cet effet, sont annexés au formulaire :

— le texte des résolutions proposées accompagné d'un exposé des motifs et de l'indication de leur auteur ;

— un imprimé permettant à l'actionnaire d'obtenir l'envoi des documents visés par l'article 135 du décret du 23 mars 1967 parmi lesquels figurent le rapport du conseil d'administration, et pour les assemblées générales, le rapport des commissaires aux comptes.

2) Les modalités d'exercice du vote par correspondance

a) *L'obtention et le renvoi du formulaire de vote par correspondance*

Sauf dans le cas où le formulaire de vote par correspondance lui est adressé à l'initiative de la société, dès lors qu'est sollicitée par les dirigeants sociaux la remise de « pouvoirs en blanc », l'actionnaire doit faire une demande par lettre recommandée, adressée à la société, avec accusé de réception, pour obtenir les documents et formulaires nécessaires à son vote.

- La justification de la qualité d'actionnaire :

Le décret du 19 janvier 1988 supprime l'obligation pour l'actionnaire au porteur de justifier deux fois de sa qualité d'actionnaire, une première fois lors de la demande d'envoi du formulaire de vote par correspondance, et une seconde fois au moment du renvoi du formulaire. Seule cette dernière obligation est maintenue.

Préalablement au renvoi du formulaire, l'actionnaire doit donc se faire délivrer une attestation de sa qualité d'actionnaire par le dépositaire de ses actions (agents de change ou établissements financiers). Cette attestation peut figurer sur le formulaire de vote par correspondance lui-même ou sur un document séparé.

Après s'être fait délivrer cette attestation en vue d'un vote par correspondance, l'actionnaire ne peut choisir un autre mode de participation à l'assemblée (envoi d'une procuration ou participation effective à l'assemblée).

- Les délais :

Suivant les dispositions de l'article 131-1 du décret du 26 mars 1967 modifié, c'est à compter de la convocation de l'assemblée des actionnaires (quinze jours au moins avant la date de la réunion) que l'actionnaire peut demander un formulaire de vote par correspondance et ses annexes qui lui sont remis ou adressés aux frais de la société, sans qu'il ait à justifier de sa qualité d'actionnaire pour cette démarche.

La société doit faire droit à toute demande déposée ou reçue au siège social au plus tard six jours avant la date de la réunion.

De son côté l'actionnaire au porteur doit obtenir de l'intermédiaire teneur de son compte le certificat constatant l'indisponibilité des actions inscrites en compte jusqu'à la date de l'assemblée qui attestera de sa qualité d'actionnaire. La société ne peut exiger que ces actions soient indisponibles pendant plus de cinq jours avant la date de l'assemblée, mais l'actionnaire peut accomplir cette formalité dès lors qu'il est sûr de souhaiter s'exprimer à l'assemblée.

Enfin, l'actionnaire doit retourner le formulaire de vote par correspondance complété de ses nom et prénom, de sa signature, et par l'attestation du dépositaire de ses titres, dans un délai tel que son vote parvienne à la société au plus tard trois jours avant l'assemblée, sauf délai plus court prévu par les statuts.

Le formulaire de vote par correspondance adressé à la société pour une assemblée vaut pour les assemblées successives convoquées avec le même ordre du jour.

- L'atténuation des risques de nullité du vote :

L'article 133-8 du décret du 23 mars 1967 modifié par le décret du 14 mars 1986 comporte l'obligation pour les sociétés qui sollicitent la remise de « pouvoirs en blanc » d'indiquer qu'en aucun cas l'actionnaire ne peut retourner à la fois la formule de procuration et le formulaire de vote par correspondance.

L'adjonction d'un nouvel alinéa au texte de cet article par le décret du 19 janvier 1988 doit atténuer le risque d'invalidation du vote pour le cas où seraient retournés simultanément à la société les deux documents. Cet alinéa prévoit que dans une telle hypothèse, seule la formule de procuration sera prise en considération, sous réserve des votes qui pourraient être exprimés dans le formulaire de vote par correspondance, auxquels le mandataire est tenu de se conformer.

b) *L'utilisation du formulaire unique*

La possibilité pour les sociétés de faire figurer sur un document unique le formulaire de procuration et la formule de vote par correspondance constitue l'innovation la plus importante apportée par le décret n° 88-85 du 19 janvier 1988. L'article 4 du texte précité indique les mentions que doit comporter obligatoirement le document unique dans l'hypothèse où les sociétés exerceraient cette faculté.

Le document unique offre la faculté au signataire :

— soit de donner procuration au président de l'assemblée générale. Dans ce cas, celui-ci émettra un vote favorable à l'adoption des projets de résolution présentés ou agréés par le conseil d'administration ou le directoire, et un vote défavorable à l'adoption de tous les autres projets de résolution, conformément au quatrième alinéa de l'article 161 de la loi du 24 juillet 1966 ;

— soit de voter par correspondance sur l'ensemble des résolutions en exprimant pour chaque résolution un vote favorable ou défavorable à son adoption, ou sa volonté de s'abstenir ;

— soit, pour chaque résolution, d'utiliser un vote par correspondance ou un vote par procuration (article 131-4-1° du décret n° 88-55 du 19 janvier 1988) ;

— soit enfin, de donner procuration pour voter en son nom à un mandataire désigné dans les conditions de l'article 161 de la loi du 24 juillet 1966 dont les dispositions doivent être reproduites sur le document. Ce mandataire ne peut être que le conjoint ou un autre actionnaire. Il en résulte que la procuration peut être établie au nom d'une association d'actionnaires si elle possède elle-même des titres de la société concernée.

Il convient de souligner que le document unique peut être établi sous la forme de l'imprimé annexé au décret.

c) Le décompte des votes par correspondance

● Calcul du quorum :

Les votes par correspondance rentrent dans le calcul du quorum.

L'article 148-2 abrogé par le décret du 19 janvier 1988 prévoyait que si l'assemblée était appelée à voter sur une question soulevée en séance, les actions des actionnaires ayant voté par correspondance ne devaient pas être prises en considération pour le calcul du quorum et ne participaient pas au vote.

Cependant, suivant l'ancien texte, si la résolution proposée en séance modifiait une résolution inscrite à l'ordre de jour, les actions des actionnaires ayant voté par correspondance étaient prises en compte pour le calcul du quorum mais étaient considérées comme votant contre la proposition quel que soit le sens du vote émis sur la résolution.

L'abrogation de l'article 148-2 a modifié ce dispositif. Désormais, si des résolutions nouvelles sont présentées à l'assemblée, l'actionnaire pourra, soit exprimer sa volonté de s'abstenir, soit donner mandat au président de l'assemblée générale ou à un mandataire qu'il désigne.

Le document unique ou le formulaire de vote mis à la disposition de l'actionnaire par la société doit donc offrir à celui-ci la possibilité de faire un choix entre ces trois solutions.

● Détermination du sens du vote.

L'article 161-1 de la loi du 24 juillet 1966, alinéa 2, précise que les formulaires ne donnant aucun sens de vote ou exprimant une abstention sont considérés comme des votes négatifs. Cette disposition tire les conséquences pratiques de la computation des abstentions dans les assemblées, à la suite de la modification de l'article 155 par la loi du 30 décembre 1981.

Cette règle doit d'ailleurs être rappelée sur l'imprimé de vote par correspondance.

C. — ÉMISSION DE TITRES EN CAPITAL

1) Observations de la Commission des opérations de bourse du mois d'avril 1987 sur les émissions de titres donnant accès au capital

La Commission des opérations de bourse a entendu porter à la connaissance des épargnants, des investisseurs institutionnels, des sociétés et de leurs conseils, un ensemble de réflexions générales suscitées par la multiplication d'émissions de titres de types nouveaux, l'application de plus en plus fréquente à des titres de capital des procédures de placement primitivement réservées au marché obligataire et le développement d'émissions réservées à un nombre de bénéficiaires restreint (1).

(1) Ces observations ont été rédigées et publiées en avril 1987; de ce fait, elles peuvent sur certains points avoir été modifiées par des textes ou recommandations ultérieurs.

L'ensemble de ces observations résulte de l'expérience que la Commission a tirée depuis plus d'un an dans sa mission de contrôle des émissions réalisées par des sociétés faisant publiquement appel à l'épargne. Dans tous les cas évoqués, ses services ont eu l'occasion d'examiner avec les représentants des émetteurs ou leurs conseils les problèmes créés par la mise en oeuvre des nouveaux textes ; le nombre important de cas ainsi traités et la diversité des situations exposées rendent désormais possible et souhaitable que s'établisse une doctrine fondée tant sur les principes généraux qui sous-tendent le droit français des valeurs mobilières que sur les pratiques en usage sur les grandes places financières.

La publication de ces observations traduit le souci de la Commission des opérations de bourse de se dégager de l'appréciation ponctuelle de cas particuliers et de donner à son action une unité fondée sur le rappel des principales orientations et des règles générales qui s'imposent aussi bien aux émetteurs qu'à la Commission des opérations de bourse dans sa fonction de contrôle.

Il a notamment paru à la Commission des opérations de bourse souhaitable d'appeler l'attention des émetteurs et de leurs conseils sur la nécessité de veiller scrupuleusement, lors de l'émission des titres ou de la mise en oeuvre des procédures de placement, au respect des principes et des règles qui protègent les droits des actionnaires et leur égalité effective.

Les conclusions qui terminent ces observations sont destinées à fournir des indications pratiques sur l'attitude générale qui animera les services de la Commission des opérations de bourse vis-à-vis des émissions dont ils auront à connaître.

La Commission des opérations de bourse souhaite que ces observations puissent être affinées à la lumière de l'expérience ; elle s'efforcera de tenir le plus grand compte des remarques et des suggestions qui lui seront présentées.

a) *Considérations générales :*

1. Les aménagements apportés depuis 1983 au régime des émissions de titres donnant accès au capital des sociétés se caractérisent :

— par l'augmentation du nombre des catégories de ces titres réglementés par la loi (en 1983, création des certificats d'investissements, des obligations à bons de souscription d'actions et assouplissement du régime des actions à dividende prioritaire sans droit de vote ; en 1985, création des bons de souscription d'actions indépendants) ;

— par la consécration, sous réserve de certaines conditions, de la liberté d'émettre d'autres valeurs mobilières non prévues expressément par la loi et représentatives à terme de droits dans le capital social : à ce titre, ont déjà été émises notamment, des obligations remboursables en actions ou en certificats d'investissements, privilégiés ou non, des actions à bons de souscription d'actions.

2. L'utilisation de ces différentes possibilités permet aux sociétés, et spécialement à celles qui font publiquement appel à l'épargne, de renforcer leur capacité à collecter des capitaux sur le marché :

— en adaptant la nature de leurs émissions à leurs besoins spécifiques ;

— en bénéficiant, grâce à l'émission de bons de souscription, de certains avantages attachés à la notion de « capital autorisé », telle qu'elle est prévue par d'autres législations ;

— en choisissant le moment de leurs émissions, afin de mettre à profit les conditions favorables que peut offrir le marché, grâce aux délégations données en assemblée aux dirigeants sociaux.

3. Ces aménagements ont également consacré pour tous les titres donnant accès différé au capital le même droit préférentiel de souscription des actionnaires que pour les actions (notamment articles nouveaux 183, 194-2, 339-1, 339-4 et 339-5 de la loi sur les sociétés commerciales).

Les actionnaires ont sur ces produits comme sur les actions la faculté de renoncer en assemblée générale extraordinaire à leur droit préférentiel de souscription. Toutefois, cette renonciation obéit à des conditions particulières qui en marquent le caractère exceptionnel.

Ainsi :

— l'assemblée générale doit recevoir des dirigeants sociaux et des commissaires aux comptes des explications et justifications spéciales sur l'opération, les modalités de fixation des prix et, le cas échéant, l'identité des souscripteurs ;

— la durée des autorisations d'émission délivrées par l'assemblée est plus courte que pour les opérations avec droit préférentiel ;

— le prix de souscription ne peut être inférieur à un montant fixé par la loi, ce prix devant être, pour les émissions ouvertes au public de titres assimilables à des titres déjà cotés, voisin du cours de bourse de ces derniers (article 186-1).

La sauvegarde des droits des actionnaires anciens demeure donc le principe fondamental sur lequel repose la législation française.

4. Le respect de ce principe se heurte cependant souvent à des difficultés pratiques de mise en oeuvre, notamment sous la pression de deux séries de circonstances :

— tout d'abord, et sauf cas particulier, les nouveaux titres permettant un accès différé au capital, notamment les bons de souscription, ne sont intéressants pour leurs porteurs que s'ils leur permettent d'en obtenir la valorisation par rapport à l'évolution des cours des titres auxquels ils donnent accès.

Mais, cette constatation n'autorise pas à faire en sorte que les actionnaires anciens se trouvent vis-à-vis de ces produits dans une situation inférieure à celle que la loi garantit pour les augmentations de capital directes.

— en second lieu, l'internationalisation de plus en plus grande des marchés primaire et secondaire des titres de capital, consécutive au progrès des communications, la libération des mouvements de capitaux, amènent à repenser certains aspects de l'application traditionnelle de ce principe :

• d'une part, la procédure boursière du droit préférentiel de souscription négociable est souvent difficilement compatible avec les habitudes du marché primaire international, construit autour de procédures traditionnelles, pour les obligations, de placement bancaire après prise ferme par un syndicat d'émission ;

- d'autre part, l'unification progressive du marché européen, concrétisée par la liberté de transaction sur valeurs mobilières, par la liberté de cotation de mêmes valeurs sur plusieurs places et par la suppression des discriminations fiscales, interdit désormais de considérer des émissions ouvertes au public comme réservées *a priori* soit au marché intérieur, soit à des souscripteurs non résidents.

La nécessité de préserver l'intérêt qu'ont les sociétés françaises à accroître leur actionnariat étranger, tout en sauvegardant les droits de leurs actionnaires, impose donc de faciliter l'emploi des procédures conciliant les impératifs de protection de l'épargne et les pratiques qui se développent sur le marché international.

b) *Les opérations ouvertes au public :*

1. Le principe fondamental est que toutes les émissions de titres donnant accès immédiatement ou à terme à des droits dans le capital social confèrent aux actionnaires anciens un droit préférentiel de souscription. Les actionnaires peuvent néanmoins renoncer à ce droit en assemblée générale extraordinaire mais à des conditions particulières s'appliquant tant aux délibérations de l'assemblée qu'aux émissions elles-mêmes.

Les émissions avec droit préférentiel peuvent être réalisées par les dirigeants sociaux dans les cinq ans de la délibération de l'assemblée ; celles pour lesquelles les actionnaires ont renoncé à leur droit préférentiel doivent être réalisées dans un délai de deux ou trois ans.

Du fait des délais ainsi impartis, il est de plus en plus fréquent que les dirigeants sociaux se fassent consentir par l'assemblée générale extraordinaire de larges délégations de pouvoirs leur permettant d'arrêter eux-mêmes les conditions financières de l'opération, en fonction de l'état du marché à la date de l'émission, se réservant d'ailleurs la faculté d'émettre avec ou sans droit préférentiel de souscription.

Ainsi s'est créée une situation dans laquelle de nombreux dirigeants sociaux ont pu de la sorte s'assurer d'une très large liberté dans le choix du produit financier à émettre, dans les modalités de sa diffusion et dans la détermination de ses conditions financières.

Il est au surplus fréquent que les rapports soumis par le conseil d'administration ainsi que par les commissaires aux comptes aux assemblées générales appelées à se prononcer sur les délégations de pouvoir et, le cas échéant, sur les modalités des opérations proposées ne fournissent qu'une information trop succincte, insuffisante pour éclairer les actionnaires sur les motifs et la portée des décisions qui leur sont proposées. Ces décisions sont souvent elles-mêmes insuffisamment précises, notamment en ce qui concerne les modalités de fixation des prix de souscription, des taux de conversion ou des prix d'exercice.

2. De manière générale, la Commission des opérations de bourse considère, conformément au principe qui fonde l'existence d'un droit préférentiel de souscription à leur profit, principe illustré par diverses dispositions de la loi sur les sociétés commerciales, que les actionnaires anciens ne doivent pas, sauf cas exceptionnel dûment justifié par les circonstances, subir un appauvrissement du fait des opérations sur capital réalisées par leur société.

Dans l'exercice des choix qu'ils sont amenés à faire entre différentes formules d'émission, les dirigeants sociaux doivent faire preuve d'une extrême prudence de manière à ne pas léser les actionnaires ni outrepasser le sens général des délégations reçues de ces actionnaires.

Il en résulte que l'émission de titres de capital, et notamment d'actions sans droit préférentiel de souscription, doit être normalement réalisée à un prix très proche du cours du titre à la date de l'émission. Si le prix d'émission est sensiblement inférieur à ce cours, les droits des anciens actionnaires doivent être alors réservés.

L'interprétation à donner aux notions de prix voisin du cours de bourse et de réservation des droits des actionnaires fait l'objet des indications figurant au paragraphe ci-dessous.

3. L'application de ce principe ne présente pas de difficultés particulières pour les augmentations de capital pures et simples par émission de titres assimilables à des titres déjà en circulation et disposant de référence boursière (actions, actions à dividende prioritaire sans droit de vote ou certificats d'investissement déjà cotés par exemple).

Des difficultés se sont présentées particulièrement dans les cas suivants :

— *Bons de souscription indépendants ou attachés à un autre titre*

Il n'y a pas de différence de fond entre des bons de souscription émis à titre onéreux et des bons attachés à d'autres titres émis en-dessous de leur prix normal du marché, la valeur d'émission du bon pouvant en général se calculer par comparaison entre les conditions d'émission du titre support et les conditions du marché.

L'émission d'un bon de souscription est en fait une augmentation de capital aléatoire reportée dans le temps. C'est donc au niveau du prix d'exercice des bons que doit normalement s'apprécier l'éventuelle dilution du capital. Il en résulte que si le prix d'exercice des bons est un prix « glissant » qui, à tout moment, est aussi proche que possible du cours du titre auquel il donne accès, rien ne s'oppose à ce que l'émission du bon soit réalisée sans droit préférentiel de souscription.

Tel n'est cependant pas le cas général : le plus souvent ces titres qui peuvent être des bons de souscription indépendants émis à titre onéreux, même à un prix symbolique, ou des bons attachés à d'autres titres, notamment des obligations, donnent accès à prix fixe à des titres de capital pendant une certaine durée.

Dans ces cas, le prix d'exercice des bons est normalement un prix prédéterminé et le souscripteur des bons acquiert, contre l'immobilisation immédiate d'une certaine somme, le droit de souscrire à un moment quelconque pendant la durée de vie du bon, des actions dont le cours est ou sera supérieur à la somme du prix du bon et de son prix d'exercice. La valeur du produit repose donc bien sûr un avantage consenti au porteur du bon, susceptible d'entraîner à terme une dilution du capital. D'autre part, le bon lui-même n'a pas de référence boursière.

A l'occasion des émissions qui exigent un effort financier de la part du souscripteur, les dirigeants sociaux doivent de toute façon s'efforcer de fournir, dans la note d'information, des éléments prévisionnels sur la société et indiquer, de manière complète, les raisons qui justifient le choix du prix d'émission retenu pour les bons, et du prix d'exercice des bons.

— *Émissions d'autres titres nouveaux ne disposant pas de références boursières*

L'article 186-2 nouveau de la loi de 1966 prévoit expressément cette situation et dispose que, lorsque l'émission est réalisée sans droit préférentiel de souscription, il doit y être procédé dans les deux ans suivant l'assemblée ; l'assemblée doit déterminer le prix d'émission ou les conditions de fixation de ce prix, avec une faculté de révision de ces éléments si l'émission n'a pas été réalisée lors de l'assemblée annuelle suivante.

- S'agissant de titres donnant immédiatement des droits sur le capital (actions à dividende prioritaire sans droit de vote, certificats d'investissement), ces dispositions s'appliquent à toute émission de titre n'entrant pas dans une catégorie de titres déjà cotés et qui posent donc, pour la détermination de leur prix de souscription, des difficultés tenant au caractère aléatoire des éléments de référence tirés du cours des autres titres cotés. A l'heure actuelle, aucune modalité de calcul ne paraissant suffisamment pertinente en la matière, l'opération devrait réserver les droits des actionnaires.

- S'agissant de titres ne donnant qu'à terme des droits sur le capital (obligations convertibles, obligations remboursables en actions ou certificats d'investissement), les dispositions de l'article 186-2 nouveau sont également applicables. Par définition, ces titres, lors de l'émission, ne bénéficient pas par eux-mêmes de références boursières, ce qui implique qu'ils soient émis dans les deux ans de la délibération de l'assemblée. Cependant, cette mesure doit être complétée par la prise en considération de la nature des titres auxquels ils donnent droit à terme, et spécialement du fait que des titres de même catégorie sont ou ne sont pas encore cotés, ou qu'ils seront cotés à la date de l'exercice des souscriptions. Dans l'hypothèse où les titres auxquels peut prétendre à terme le porteur du titre originaire ne disposent pas de référence boursière à la date de l'émission, le calcul des prix d'exercice par rapport à un cours est impossible, et l'opération devrait donc être réalisée en réservant les droits des actionnaires.

Ces principes peuvent cependant souffrir des exceptions lorsque des éléments objectifs et fiables sont de nature à établir un rapport entre la valeur du titre nouveau et celle d'un titre coté : l'existence de ce rapport et ses justifications doivent figurer dans la note d'information et être vérifiées par les commissaires aux comptes.

— *Émissions de titres destinés principalement à des souscripteurs étrangers*

La libération quasi totale des transactions internationales en matière de valeurs mobilières a créé une situation nouvelle qui a pour conséquence que, sauf cas exceptionnels, les sociétés françaises ne sont plus en mesure d'assurer que certaines émissions sont exclusivement réservées à l'étranger et en particulier que les titres émis suivant les usages du marché international des capitaux ne feront pas l'objet de cotations en France. Ceci est particulièrement évident pour les émissions qui portent sur la création immédiate ou à terme de titres de capital assimilables à des titres déjà cotés en France.

La Commission des opérations de bourse se doit de rappeler qu'aux termes de l'article 72 de la loi sur les sociétés commerciales, constitue une opération d'appel public à l'épargne, le fait pour une société de faire inscrire

ses titres à la cote officielle ou à la cote du second marché ou de recourir pour le placement de ses titres à des établissements de crédit, des maisons de titres ou des agents de change, ou à des procédés de publicité et de démarchage. A cette définition est attachée notamment l'obligation pour la société émettrice d'établir préalablement à l'opération une note d'information visée par la Commission des opérations de bourse, cette procédure étant également requise avant toute admission de titres à la cote officielle. Le non respect de ces procédures peut être pénalement sanctionné (article 10 de l'ordonnance du 28 septembre 1967).

Ainsi que la Commission des opérations de bourse a déjà eu l'occasion de le souligner (rapport annuel de 1982, page 19 et rapport annuel de 1983, pages 24 et 25), la Commission ne peut que constater que les opérations réalisées par des sociétés françaises qui ont pour objet de créer des titres dont la cotation en France sera demandée, ou donnant accès à des titres assimilables à des titres déjà cotés, doivent être considérées comme des opérations d'appel public à l'épargne soumises au visa préalable d'une note d'information par la Commission des opérations de bourse, et ceci, quelle que soit la monnaie dans laquelle l'émission est exprimée.

Toutefois, ainsi qu'elle l'a fait dans le passé, la Commission des opérations de bourse, chargée du contrôle des opérations d'appel public à l'épargne, s'efforce de tenir compte dans les situations qui lui sont soumises, de l'ensemble des caractéristiques des titres émis ou de ceux auxquels ils donnent accès, et apprécie si leurs conditions autorisent la société à en demander la cotation.

Le régime des obligations placées sur le marché international du capital auxquelles ne sont pas attachés des titres donnant accès au capital demeure inchangé.

4. Les modalités de réservation des droits des actionnaires :

— *Les solutions légales*

- Le maintien du droit préférentiel de souscription.

Le maintien du droit préférentiel des actionnaires constitue en droit comme en fait le moyen le plus complet de protection des actionnaires dans les opérations affectant leurs droits. Ce droit étant négociable, il permet à l'actionnaire qui ne souhaite pas ou ne peut pas engager de nouveaux capitaux, de se retirer de l'opération en cédant son droit de manière à ne pas perdre le bénéfice de l'avantage concédé aux souscripteurs. La loi du 14 décembre 1985 a réduit à vingt jours le délai minimal de négociabilité des droits (article 188 de la loi sur les sociétés commerciales), mesure qui, ajoutée aux dispositions relatives à la garantie de bonne fin prévues à l'article 191-1, devrait favoriser les opérations réalisées avec maintien du droit préférentiel des actionnaires. Enfin, seules les opérations de cette nature entraînent pour les porteurs d'obligations convertibles ou à bons de souscription, un ajustement de leurs droits pour compenser la dilution du capital.

Cette solution devrait donc être privilégiée ; dans tous les cas, les propositions faites par les dirigeants sociaux à leurs assemblées générales de renoncer à ce droit préférentiel ne sauraient être considérées comme de simples formalités mais, au contraire, mises en évidence, justifiées dans leurs finalités par rapport aux besoins de la société et les modalités prévisibles de leur utilisation devraient être expliquées. Ce n'est que sur des bases claires et détaillées que les commissaires aux comptes, tenus de faire à l'assemblée un rapport spécial, pourront valablement se prononcer.

- Les souscriptions à un prix voisin des cours de bourse.

L'article 186-1 (2°) de la loi sur les sociétés commerciales prévoit que les titres de capital assimilables à des titres déjà cotés ne peuvent être émis sans droit préférentiel qu'à un prix « au moins égal à la moyenne des cours constatés sur ces titres pendant vingt jours consécutifs choisis parmi les quarante qui précèdent le jour du début de l'émission, après correction de cette moyenne pour tenir compte de la date de jouissance ».

Cette règle fixe la mesure maximum de l'avantage qui peut être accordé à des tiers dans la souscription des titres nouveaux et la libération du capital social par rapport aux cours du marché.

Règle de protection minimale, elle ne saurait avoir pour effet de dispenser les dirigeants sociaux de chercher à établir des prix de souscription qui n'entraînent pas de dilution du capital au-delà de ce qu'il est normalement admissible pour rendre possible la souscription de l'augmentation de capital. Dans cette appréciation, il doit être tenu compte de l'évolution des cours des titres et, à cet effet, la Commission des opérations de bourse continuera à favoriser les procédures qui permettent aux dirigeants d'arrêter les conditions de la souscription à une date aussi proche que possible du jour du début de l'émission. En outre, il pourra également être tenu compte des modalités de placement des titres qui peuvent justifier des dispositions particulières.

En toute hypothèse, les dirigeants des sociétés devraient veiller, lors de la fixation des prix d'émission, à ce que ces derniers ne constituent pas pour les souscripteurs externes un avantage indu dont le bénéfice aurait dû être réservé aux seuls actionnaires, et n'admettre par rapport au cours des titres à la date de l'émission, qu'une décote raisonnable justifiée par les circonstances du placement.

— *Les solutions empiriques*

- L'instauration au profit des actionnaires d'un délai de priorité.

Dans le passé, à l'occasion des émissions d'obligations convertibles, la Commission des opérations de bourse avait admis que ces émissions placées selon les méthodes de placement des titres obligataires, puissent être réalisées sans maintien du droit de préférence à condition qu'elles soient assorties au profit des actionnaires anciens d'un délai de priorité.

La Commission des opérations de bourse a déjà eu l'occasion de préciser que ce délai devait atteindre au moins cinq jours et offrir une possibilité de souscription proportionnelle aux titres détenus par chaque actionnaire.

C'est en se fondant sur ces précédents que certaines opérations portant sur de nouveaux titres prévoient l'instauration au profit des actionnaires de ce délai de priorité.

Cette mesure ne doit cependant pas être considérée comme un substitut au droit préférentiel de souscription : elle permet seulement d'offrir aux actionnaires qui le souhaitent la faculté de souscrire aux titres nouveaux, ceux qui ne se sont pas manifestés à l'issue du délai de priorité étant présumés vouloir laisser à des apporteurs externes la charge et les avantages de la souscription des titres restant.

Elle constitue cependant un élément important de décision pour les assemblées générales sollicitées de se prononcer sur la renonciation au droit préférentiel de souscription, les actionnaires pouvant considérer qu'elle réserve suffisamment leurs droits.

Les services de la Commission des opérations de bourse examineront avec les émetteurs les modalités éventuelles d'exercice de ce délai de priorité pour les adapter à l'évolution des procédures de placement des titres.

- L'équilibre global des opérations entre apporteurs internes et externes.

L'institution d'un délai de priorité au profit des actionnaires repose principalement sur la capacité de ces derniers d'intervenir avant ou dans la procédure de placement pour bénéficier des mêmes conditions de souscription que celles qui sont offertes à des tiers. Il s'agit donc avant tout d'un équilibre d'accès aux conditions de souscription.

D'autres solutions pourraient être explorées de manière à rechercher un équilibre global entre les apporteurs externes et les actionnaires, notamment en attribuant à ces derniers des compensations égales aux avantages qui sont consentis aux apporteurs externes. Ainsi en serait-il de l'attribution gratuite aux actionnaires de bons de souscription analogues à ceux consentis à des tiers et valorisables dans les mêmes conditions de marché.

En ce qui concerne ces solutions empiriques, la Commission des opérations de bourse n'entend pas privilégier une solution par rapport à une autre, ni en interdire aucune. Elle tient seulement à souligner que les sociétés qui entendent procéder à des opérations susceptibles d'affecter les droits des actionnaires doivent être en mesure, si les circonstances dûment justifiées leur interdisent le maintien du droit préférentiel de souscription, de proposer à leurs actionnaires des procédures qui soient de nature à préserver leurs droits.

Il appartiendra aux dirigeants sociaux, sous le contrôle des commissaires aux comptes, de veiller à ce que ces procédures soient efficaces au regard de l'objectif qui leur est assigné et n'aient pas pour effet d'avantager certains actionnaires.

c) Les opérations réservées à des personnes dénommées :

Légalement, les procédures nouvelles peuvent aussi être utilisées alors que les titres créés ne sont pas, à l'émission, placés dans le public. Cette faculté résulte de l'article 186-3 de la loi sur les sociétés commerciales qui prévoit, en termes généraux, que les actionnaires peuvent renoncer à leur droit préférentiel de souscription au profit d'une ou plusieurs personnes dénommées, selon une procédure qui exclut ces dernières du vote en assemblée. Hormis cette restriction, les règles sont analogues à celles qui sont prévues pour les émissions publiques sans droit préférentiel de souscription de titres non cotés. Il en résulte que l'assemblée pourrait donc se borner à déléguer aux dirigeants sociaux le soin d'arrêter notamment le prix et la date de la souscription.

A ces facilités s'ajoutent désormais celles qui résultent de la diversité des titres pouvant être émis par les sociétés, en particulier, les bons de souscription d'actions.

1. *Émissions au cours de bourse*

S'agissant d'opérations comportant renonciation au droit préférentiel de souscription des actionnaires au profit des personnes dénommées, les dirigeants sociaux doivent veiller tout particulièrement non seulement au maintien des droits des actionnaires mais aussi à ce que l'opération ne confère pas à certains, actionnaires ou tiers, des avantages particuliers. En principe, cette prudence devrait normalement les conduire à ne procéder dans ce cadre qu'à des émissions fondées sur un prix voisin du cours des titres.

2. *Émissions à des prix inférieurs au cours de bourse*

Toutefois certaines circonstances peuvent conduire les dirigeants sociaux à déroger au principe d'une émission au cours de bourse sans pouvoir, par hypothèse, réserver les droits des actionnaires. Dans de tels cas, la Commission considère que les règles suivantes devraient être respectées :

— Le respect des intérêts sociaux.

En premier lieu, l'opération doit être strictement justifiée par des circonstances qui ne sont pas les circonstances normales de l'évolution de la situation de la société et qui imposent que celle-ci trouve avantage à accorder à un actionnaire ou à un tiers l'accès au capital social dans des conditions favorables. Tel est souvent le cas des sociétés en difficultés qui, en contrepartie de l'avantage de souscription consenti à une ou plusieurs personnes, s'assurent du concours d'un actionnaire disposé à procéder aux investissements rendus nécessaires et dont les actionnaires d'origine ne peuvent ou ne veulent plus assumer la charge.

Toutefois, de telles opérations aboutissent nécessairement à un tassement de la part des actionnaires anciens : il est donc normal que la mesure de l'avantage ainsi consenti à un tiers et du bénéfice que la société compte tirer de cette participation à son capital n'échappe pas à l'appréciation de l'assemblée générale qui doit être clairement et complètement informée, tant par les dirigeants sociaux que par les commissaires aux comptes, sur les prix de souscription envisagés et sur les perspectives ouvertes à la société par l'arrivée d'un nouvel actionnaire ou le renforcement de la participation d'un actionnaire ancien.

Dès lors, les dirigeants sociaux ne devraient se faire consentir des délégations par leurs assemblées qu'à la seule fin de procéder matériellement à la réalisation d'une opération dont les actionnaires ont décidé le principe et arrêté les modalités ou déterminé les limites.

— Le respect des procédures spécifiques.

En second lieu ces opérations ne peuvent être réalisées afin de contourner d'autres dispositions de la loi prévoyant des procédures spécifiques ni en s'exonérant des limitations générales prévues par la loi.

Sans prétendre en dresser à ce stade un tableau exhaustif, la Commission a noté, à ce titre, deux types d'opérations qui ne répondent pas à cette condition.

- Tout d'abord, certaines sociétés ont jugé possible d'utiliser les procédures de droit commun au profit de la collectivité ou de certaines catégories de salariés et ont réalisé des opérations réservées à cet effet, après renonciation des actionnaires à leur droit préférentiel de souscription. Or, il s'agissait en pratique de souscriptions qui étaient offertes aux seuls salariés qui le souhaitaient et les sociétés se trouvaient donc dans l'incapacité, à la date de l'assemblée, d'indiquer aux actionnaires, conformément à l'obligation qui s'impose à elles en application de l'article 155 du décret du 23 mars 1967, le nom des attributaires de titres et le nombre de titres attribués à chacun d'eux.

Cette irrégularité illustre la difficulté d'utiliser la procédure de droit commun à d'autres fins que celle pour laquelle elle est prévue.

Au surplus, pour éviter cet inconvénient, la faculté de réserver des titres de capital à la collectivité des salariés est expressement prévue par la loi sur les sociétés commerciales qui met en place une procédure particulière soit sous forme d'options (articles 208 et s.), soit sous forme d'émissions directes (articles 208-9 et s.) et impose certaines conditions relatives notamment aux limites de prix de souscription, à la qualité des bénéficiaires de titres, à l'incessibilité temporaire de leurs droits... Dès lors, l'utilisation des procédures de droit commun qui ne tiennent pas compte de ces conditions court le risque d'être considérée comme irrégulière.

- Dans d'autres cas, notamment pour éviter l'inconvénient évoqué ci-dessus, certaines sociétés ont procédé à l'émission d'obligations à bons de souscription d'actions ou de bons indépendants, réservés, à l'émission, à un attributaire apparent dont la fonction consiste à « porter » les bons et à les attribuer ultérieurement, à prix coûtant, à des bénéficiaires désignés par les dirigeants de la société émettrice.

Ces opérations se heurtent nécessairement au problème de l'indépendance de l'attributaire apparent ou réel des titres, par rapport à l'émetteur.

S'agissant de l'indépendance de l'attributaire apparent des titres, elle ne saurait être considérée comme assurée lorsqu'il s'agit d'une personne morale composée soit par les administrateurs de la société émettrice, dans certains cas en association avec celle-ci, soit par des personnes physiques ou morales qui ont contracté avec les dirigeants de la société émettrice l'engagement de conserver leur participation dans la société attributaire des titres ou de ne la céder, spontanément ou à leur demande, qu'à des tiers agréés ou désignés par eux.

S'agissant de l'indépendance des bénéficiaires réels des titres, elle ne saurait non plus être considérée comme suffisamment assurée lorsque l'attributaire apparent des titres s'est engagé à ne rétrocéder ces derniers qu'à la demande des dirigeants de la société émettrice et/ou à des personnes agréées ou désignées par eux. Au surplus, ce type de montage a pour effet de dissimuler à l'assemblée l'identité réelle des personnes au profit de qui les actionnaires renoncent expressement à leur droit préférentiel de souscription.

Dans les deux cas, la Commission ne peut que constater que des opérations de cette nature qui confèrent aux dirigeants sociaux le droit de choisir les actionnaires de la société pourraient être considérées comme contraires à la volonté du législateur d'interdire à une société de faire détenir ses actions par des personnes agissant pour son compte (articles 217 et s.), de limiter des effets de l'auto-contrôle (articles 354 et s.) ou de réglementer les conditions d'exercice des clauses d'agrément (articles 274 et s.).

— *La neutralité des dirigeants sociaux dans les opérations où ils ont des intérêts.*

Les procédures ci-dessus évoquées ont aussi été utilisées par certaines sociétés pour procurer à certains administrateurs un avantage particulier présenté selon les cas comme une forme d'intéressement aux performances de la société acquises grâce à leur concours ou comme une forme de rémunération d'une activité dont la société tire profit.

Les techniques les plus fréquemment utilisées ont recours à des émissions de bons de souscription réservés à une société regroupant les administrateurs intéressés ou à une société dépendant de l'émetteur ou liée à lui et qui a pour objet de rétrocéder les bons à certains dirigeants après que le conseil d'administration de l'émetteur ait décidé que la nature de leurs activités au profit de la société le justifiait. Dans ces cas, les bons ont le plus souvent une valeur symbolique mais leur prix d'exercice confère à leurs titulaires le droit de souscrire des actions à des prix fixes, généralement calculés dès l'émission très en deçà des cours de bourse. Certaines émissions portent sur un pourcentage déjà élevé du capital social (10 %).

Généralement, la finalité de ces opérations n'est pas dissimulée aux actionnaires, les sociétés ayant au contraire la volonté déterminée d'afficher leur intention d'accorder de la sorte à certains de leurs partenaires des gratifications importantes à raison des services que leur activité rend à la société.

Pour ce type d'opérations, c'est la qualité éventuelle de mandataires sociaux des attributaires réels des titres qui doit retenir l'attention.

La loi sur les sociétés commerciales fait obligation aux dirigeants sociaux d'agir dans un sens conforme aux intérêts de la société. Cette obligation est complétée par les dispositions qui soumettent à des conditions particulières les opérations réalisées par les sociétés et susceptibles de procurer un avantage direct ou indirect aux dirigeants de la société (procédure spéciale d'octroi d'avantages particuliers, régime des conventions réglementées, interdiction faite aux bénéficiaires d'une renonciation au droit préférentiel de souscription de participer sur ce point à l'assemblée).

D'autre part, l'article 107 de la loi prévoit que les administrateurs d'une société ne peuvent, à peine de nullité de la décision, recevoir de la société d'autres rémunérations que les jetons de présence alloués par l'assemblée, des rémunérations exceptionnelles attribuées par le conseil pour des missions ou mandats confiés à certains d'entre eux ou les salaires qui leur sont dus s'ils sont également salariés de la société.

Enfin, à l'exception du cas particulier prévu par l'article 208-8-1 sur la reprise des sociétés par leurs salariés, les dirigeants sociaux ne sont pas, à l'heure actuelle, compris dans les catégories de personnes au profit desquelles l'assemblée peut ouvrir le bénéfice d'options sur les titres de la société (1).

(1) Ce point a été modifié par la loi sur l'épargne du 17 juin 1987.

Il résulte de la combinaison de ces différentes dispositions que les opérations de réservation directe ou indirecte de titres à des mandataires sociaux qui sont actuellement réalisées selon des procédures de droit commun ont pour effet de conférer à ces derniers des avantages que la loi a entendu limiter, voire interdire, ou assortir de conditions particulières. Sauf modification des textes applicables, ces procédures ne sont donc pas compatibles avec le statut légal des administrateurs et pourraient donc être jugées irrégulières.

— *Les modifications de la composition de l'actionnariat des sociétés*

Indépendamment des obstacles juridiques évoqués ci-dessus dans les modalités de dévolution des titres de capital à certaines personnes ou catégories de personnes liées aux dirigeants sociaux, la Commission a eu également à connaître de la régularité de certaines émissions de bons de souscription d'actions réservées à des « partenaires » de la société.

Dans la mesure où le prix d'exercice des bons se trouve associé à l'évolution du cours des actions, ces opérations n'encourent pas de critique du fait d'un éventuel appauvrissement des actionnaires. Au surplus, l'utilisation de ces procédures peut conduire la société à bénéficier des avantages attachés à la notion de capital autorisé en lui permettant de mobiliser à bref délai des capitaux propres sur le marché, sans être astreinte au formalisme rigoureux des augmentations de capital.

Pendant, l'existence latente de ce capital potentiel constitue aussi un élément important d'appréciation par le marché du nombre de titres réels de la société qui est susceptible d'être appréhendé par un actionnaire ou par un tiers. En ce domaine, l'indépendance juridique réelle du porteur des bons de souscription par rapport à l'émetteur revêt une importance d'autant plus grande que ces opérations peuvent porter sur des fractions de capital qui ne sont pas légalement limitées et ne nécessitent pas l'immobilisation immédiate des fonds.

Dès lors l'utilisation de ces procédures afin de permettre aux dirigeants sociaux de constituer artificiellement une protection éventuelle entraînerait, s'agissant d'une société cotée, une novation de sa situation par rapport aux règles du marché qui peut affecter l'évaluation par ce dernier des titres des autres actionnaires et en définitive aller à l'encontre de leurs intérêts.

C'est pourquoi la Commission ne peut que recommander aux dirigeants sociaux de faire preuve de réserve dans l'utilisation de ces procédures, ce qui devrait se traduire par une limitation du montant des émissions ainsi réalisées à des fractions raisonnables du capital social et par la garantie donnée au public que les porteurs de ces titres sont totalement libres de leurs décisions sur l'exercice des bons de souscription ou leur éventuelle cession.

Là encore, les dirigeants sociaux devront vis-à-vis de leurs actionnaires être en mesure de justifier que ces opérations ont pour effet de faciliter, sans déperdition de substance, la levée auprès d'investisseurs indépendants, de capitaux propres nécessaires à la société conformément à l'objectif visé par le législateur.

d) *Conclusions*

— La Commission des opérations de bourse qui est chargée de veiller à la protection de l'épargne investie en valeurs mobilières ou tous autres placements donnant lieu à appel public à l'épargne est nécessairement conduite, dans l'appréciation des émissions réalisées par des sociétés placées sous son contrôle, à s'assurer de la régularité de ces opérations au regard des règles actuellement en vigueur, elle est donc tenue de vérifier que ces opérations ne sont pas susceptibles de voir ultérieurement leur validité soumise à contestation. Les considérations qui précèdent sont fondées sur des principes généraux importants qui ne peuvent être éludés par les émetteurs et constituent pour la Commission les éléments qu'elle doit prendre en compte lorsqu'elle est amenée à délivrer son visa sur les notes d'information qui lui sont obligatoirement soumises préalablement à tout appel public à l'épargne.

— Toutefois, la Commission des opérations de bourse est consciente qu'un certain nombre de facteurs ont très largement et très vite évolué, notamment dans les techniques de placement des titres. C'est pourquoi, toutes les fois que cela lui paraît possible, elle favorisera les procédures qui, sans nuire aux droits des actionnaires et à la qualité de l'information, pourront faciliter le placement de titres de capital dans le public, en France et à l'étranger.

— La Commission des opérations de bourse constate d'autre part qu'une totale liberté d'acquisition de valeurs mobilières bénéficie désormais aux résidents français et que la vocation des titres de capital, émis directement ou par exercice d'un bon par des sociétés françaises, est d'être cotés sur une bourse française par assimilation à des titres identiques déjà cotés. Dès lors, les émissions de tels titres par des sociétés cotées françaises en utilisant l'un des procédés prévus par l'article 72 de la loi sur les sociétés commerciales sont placés sous le régime des opérations réalisées par appel public à l'épargne, quel que soit le lieu du placement, et sont donc, sauf dérogation admise par la Commission des opérations de bourse, soumises à l'établissement et au visa préalable d'une note d'information.

La Commission des opérations de bourse considère que les moyens qu'elle peut mettre en œuvre pour assurer un examen diligent des notes d'information soumises à son visa ne sont pas inconciliables avec les impératifs de rapidité des procédures de placement. Elle est disposée à examiner avec les sociétés intéressées les procédures à mettre en œuvre.

— Sur le fond, la Commission des opérations de bourse observe que la loi française est fondée sur un principe général qui accorde aux actionnaires des garanties particulières lors de l'émission de titres donnant accès au capital social. Ces garanties ont pour effet d'éviter que les opérations qui ne sont pas réservées aux actionnaires entraînent une dilution du capital et confèrent à des tiers ou à certains d'entre eux, dans des cas non prévus par la loi, des avantages qui sont normalement réservés aux actionnaires.

En cohérence avec ces principes, la Commission des opérations de bourse est conduite à considérer que :

1. Les émissions de titres donnant accès, immédiatement ou à terme à des titres de capital, réalisées dans le public devraient sauf circonstances exceptionnelles :

- soit prévoir des prix de souscription des titres de capital calculés de manière à être en toutes circonstances aussi proches que possible des cours des titres auxquels ils sont assimilables ;

- soit maintenir les droits des actionnaires anciens sous forme de droit préférentiel de souscription ;

- soit, lorsque les circonstances le justifient, proposer aux actionnaires anciens des mesures propres à leur assurer une faculté d'accès à ces émissions dans des conditions comparables à celles offertes aux tiers ou compenser à leur égard les avantages consentis aux tiers.

Toutes les fois que les titres à créer ne sont pas assimilables à des titres déjà cotés, seules ces deux dernières procédures paraissent de nature à réserver les droits des actionnaires.

2. Les émissions de titres donnant accès immédiatement ou à terme à des titres de capital, réservées à des bénéficiaires dénommés ou à des catégories de personnes liées à la société devraient normalement :

- être réalisées au profit de personnes dont l'identité est connue à la date de l'assemblée ou, s'il s'agit de catégories de personnes, dans le respect des procédures et des conditions prévues spécialement par la loi à cet effet ;

- être justifiées par l'intérêt de la société, explicité lors de l'assemblée générale appelée à se prononcer sur le projet d'émission ; l'assemblée devrait être informée des raisons de la réservation des titres et les prix de souscription être justifiés par la mesure de l'avantage réel tiré par la société de l'introduction de tiers dans le capital par rapport à l'avantage qui leur est consenti au niveau des prix de souscription ;

- respecter le principe de l'indépendance réelle des bénéficiaires de titres de manière qu'ils soient en mesure d'apprécier librement par rapport à la société et à ses dirigeants, l'usage qu'ils peuvent faire à tout moment des titres qui leur sont attribués.

Dans ces opérations, les dirigeants sociaux devraient s'abstenir de rechercher par les opérations réalisées par la société qu'ils ont en charge de diriger ou d'administrer des avantages personnels ou de promouvoir des mécanismes qui ont pour effet de conforter artificiellement leur position personnelle à la tête de la société.

— S'agissant du fonctionnement des assemblées générales, les propositions des dirigeants sociaux tendant à faire renoncer les actionnaires à leur droit préférentiel de souscription doivent, conformément à la loi, faire l'objet d'un rapport du conseil d'administration et d'un rapport spécial des commissaires aux comptes. Pour être valides, ces résolutions ne sauraient donc être présentées comme de simples commodités non spécialement explicitées mais au contraire être isolées et justifiées notamment par l'exposé des finalités poursuivies par les dirigeants, les modalités prévisibles des émissions et par conséquent l'appréciation de la mesure de l'avantage auquel les actionnaires sont conduits à renoncer et des dispositions prises le cas échéant pour le compenser.

Les délégations de pouvoir que les dirigeants sociaux obtiennent de leurs assemblées générales pour réaliser ces opérations ne devront ensuite être utilisées que dans le cadre de ces explications qui forment, avec les résolutions, un tout indissociable.

— Les commissaires aux comptes dont l'intervention est obligatoire aussi bien lors des assemblées générales qu'à l'occasion de l'établissement des notes d'information préalables aux émissions ont à la fois un rôle d'information et d'appréciation des opérations qui touchent aux droits des actionnaires. Il est donc justifié qu'ils soient en mesure de porter un jugement éclairé sur ces opérations et devraient, à cet effet, veiller à recueillir tous renseignements utiles à l'exercice de cette fonction afin de s'assurer que les opérations qui leurs sont soumises sont conformes aux principes généraux évoqués ci-dessus et aux observations qui en découlent.

Comme les dirigeants sociaux, ils ne doivent pas considérer les opérations réalisées sans droit préférentiel de souscription comme de simples commodités, et les rapports spéciaux qu'ils sont chargés d'établir doivent tenir compte de la particularité de ces procédures, rechercher si les droits des actionnaires sont préservés et apprécier la portée des correctifs qui sont éventuellement apportés, dans le respect du principe d'égalité des actionnaires.

2) L'interprétation et l'application de ces observations

La Commission des opérations de bourse a constaté que les émetteurs n'avaient pas défavorablement accueilli ses observations et avaient dans de nombreux cas pris en considération les orientations qu'elle avait définies.

Elle a par ailleurs été amenée à se prononcer au cours de l'année sur diverses questions qui lui ont permis d'en préciser la portée.

a) *Modification des conditions d'exercice des bons de souscription*

La Commission des opérations de bourse a été interrogée par des sociétés qui, en raison de la conjoncture boursière, souhaitent prolonger les délais d'exercice des bons de souscription déjà émis et venant à échéance. En effet, le prix d'exercice de ces bons se situait à un niveau sensiblement supérieur au cours de bourse du moment faisant perdre toute valeur à ces bons, et rendant leur exercice sans intérêt.

La Commission des opérations de bourse estime que le délai d'exercice et le prix d'exercice constituent les deux éléments substantiels du contrat d'émission et de la valorisation du bon au moment de l'émission. Dans ces conditions, la prorogation du délai d'exercice qui pourrait être indéfinie tant que les conditions du marché rendent sans intérêt financier l'exercice du droit, apparaît en contradiction avec le caractère spéculatif du bon de souscription lié entièrement à sa durée de vie.

Par ailleurs, le report du délai d'exercice constituerait une modification unilatérale du contrat et la loi n'ayant pas prévu la réunion d'une assemblée des porteurs de bons susceptible de se prononcer sur une modification, celle-ci ne saurait être adoptée régulièrement.

Il a été donc répondu aux sociétés qu'elles ne pouvaient proroger la durée de vie des bons directement ou indirectement (notamment par le biais d'une offre publique d'échange), sauf lorsqu'une disposition expresse du contrat d'émission l'avait prévu. Tout aménagement apporté à la durée de vie des bons aurait entraîné une modification de l'équilibre initial du produit, tel que l'assemblée générale l'avait approuvé, et des conditions du bon lors de la souscription de celui-ci.

Elle aurait entraîné en outre une rupture d'égalité entre les porteurs successifs des bons qui ont pris leur décision en fonction des conditions prévues dans le contrat d'émission.

b) *Les opérations à personnes dénommées*

L'article 186-3 de la loi 66-537 du 24 juillet 1966 prévoit la possibilité d'une renonciation des actionnaires à leur droit préférentiel de souscription au profit d'une ou plusieurs personnes.

La Commission des opérations de bourse a constaté que les émetteurs tendaient à faire de cette procédure une utilisation incorrecte, en réservant les opérations non pas à quelques personnes dénommées, mais à une catégorie déterminée (par exemple les porteurs d'un titre, les salariés d'une entreprise, les membres d'une profession, d'une association etc.).

Cette interprétation extensive de l'article 186-3 se heurte à diverses difficultés.

En premier lieu, le texte de l'article 186-3 de la loi ainsi que 155 du décret du 23 mars 1967 entoure d'un formalisme particulier les opérations réservées. Il impose en particulier au conseil d'administration ou, le cas échéant, au directoire, d'indiquer dans son rapport le nom des attributaires, le nombre de titres attribués à chacun d'eux, ainsi que le prix d'émission avec sa justification. Or, lorsque l'émission est réservée à un très grand nombre de personnes, il n'est pas possible de connaître avant la fin de l'opération le nom des souscripteurs et la quantité des titres souscrits.

En second lieu, dans l'hypothèse où elles s'adresseraient, au sein d'une catégorie déterminée, à un nombre important de personnes, de telles opérations pourraient constituer un détournement des règles régissant l'appel public à l'épargne, les émissions réservées à des personnes dénommées n'étant pas normalement soumises, sauf cas particuliers (opérations réservées à des fonds communs de placement comprenant 300 souscripteurs par exemple) au même formalisme que les opérations ouvertes au public, ni aux mêmes conditions quant à la fixation du prix.

La Commission des opérations de bourse a donc été conduite à opposer l'ensemble de ces objections à une société qui avait voulu réserver par le biais de l'article 186-3 une émission de titres à des porteurs de bons de souscription d'actions, d'une part parce que cette procédure était inadéquate, d'autre part parce que les textes prévoient expressément l'ajustement des droits des porteurs de bons lors des opérations sur le capital.

En ce sens également la Commission des opérations de bourse a affirmé à plusieurs reprises que la procédure de l'article 186-3 était inapplicable aux opérations destinées aux salariés pour lesquels existent des procédures spécifiques (voir ci-après, p. 114).

En conclusion, la Commission des opérations de bourse demande aux émetteurs de revenir à une interprétation de l'article 186-3 plus conforme à l'esprit des textes, à savoir des opérations réservées à une ou plusieurs personnes dénommées, réalisées dans l'intérêt de la société et donc de ses actionnaires.

c) *Les opérations réservées aux salariés*

La Commission des opérations de bourse a été saisie au cours de l'année 1987 de nombreuses questions relatives à l'actionnariat des salariés.

Leur actionnariat est expressément prévu dans les textes sous plusieurs formes :

1. La loi du 24 juillet 1966

Il s'agit :

— des options de souscription ou d'achat d'actions (article 208-1, 208-8-2) ;

— de l'émission et de l'achat en bourse d'actions réservées aux salariés (article 208-9 à 208-19).

2. L'ordonnance n° 86-1134 du 21 octobre 1986 relative à l'intéressement, la participation et l'actionnariat des salariés.

A savoir :

— l'attribution d'actions en contrepartie des sommes affectées à la réserve de participation des salariés (article 11) ;

— l'acquisition d'actions de la société par le biais du plan d'épargne entreprise (article 22 et suivants).

La multiplicité des procédures spécifiques résulte de la volonté du législateur, lequel a manifestement entendu encadrer avec beaucoup de soin les opérations réservées aux salariés.

En effet, l'émission réservée aux salariés doit être tout à la fois protectrice pour les actionnaires et intéressante pour les salariés.

Il y a donc un équilibre, dans chaque type de procédure, des avantages consentis.

Or, à diverses reprises, la Commission des opérations de bourse a constaté que les sociétés souhaitaient réserver des émissions à leurs salariés, notamment de bons de souscription autonomes, mais en utilisant des procédures de droit commun.

Il convient de rappeler que dans les observations de la Commission des opérations de bourse sur les émissions de titres donnant accès au capital un paragraphe avait été réservé au respect des procédures spécifiques (cf. page 107).

A cette occasion, il avait déjà été fait les plus expresses réserves sur la régularité des opérations effectuées en marge des procédures spécifiques qui n'apparaissent pas apporter les mêmes garanties juridiques, voire pouvoir s'analyser comme un détournement de procédure.

Depuis lors l'examen des dossiers présentés à la Commission des opérations de bourse n'a fait que confirmer les difficultés d'ordre juridique posées par l'utilisation des procédures de droit commun.

Il paraît difficilement acceptable que les sociétés réalisent des opérations dont le fondement juridique est incertain voire irrégulier, alors que le législateur a bâti un corps de règles dont la variété et la souplesse sont incontestables.

La Commission des opérations de bourse invite donc les sociétés de respecter désormais l'utilisation des procédures spécifiques d'actionnariat des salariés.

d) *Assemblées d'actionnaires*

Les services de la Commission des opérations de bourse sont fréquemment interrogés sur les limites autorisées des délégations données aux conseils d'administration ou aux directoires, par les assemblées d'actionnaires.

Force est de constater que, bien souvent, l'assemblée générale se dessaisit des droits qui lui sont conférés par la loi au profit des dirigeants.

Ce transfert de pouvoirs, largement consacré par la pratique, tend à regrouper dans les mêmes mains ce que l'on pourrait appeler « l'exécutif » et « le législatif » de la société.

Certaines délégations, qui reviennent fréquemment à la lecture des procès-verbaux d'assemblées, sont jugées excessives par la Commission des opérations de bourse, laquelle y voit une atteinte au droit des actionnaires, notamment minoritaires.

Il a été soumis à la Commission des opérations de bourse des résolutions d'assemblée générale extraordinaire autorisant « l'émission de toutes valeurs mobilières avec ou sans droit préférentiel... », les variantes de cette rédaction consistant à énumérer exhaustivement dans une même résolution l'intégralité des valeurs mobilières existantes, et à prévoir celles non définies par la loi au moment de l'assemblée générale mais qui pourraient être créées après.

Par ces dispositions uniques, les dirigeants entendent disposer de toutes les possibilités présentes et à venir en vue d'augmenter le capital de la société.

Or, le législateur a pris soin, dans la loi de 1966 et le décret de 1967, pour chaque titre donnant accès au capital, de détailler, dans le chapitre spécial qui lui est consacré, sous quelles formes et dans quelles conditions doit être recueillie l'autorisation des actionnaires.

Aussi, il paraît conforme à cette démarche de demander aux sociétés qui désirent pouvoir émettre des titres de catégories différentes, de faire voter aux assemblées générales des résolutions distinctes, dans le respect des règles spécifiques à chaque produit.

Cette procédure conduit le conseil d'administration et le directoire à exposer dans son rapport l'intérêt pour la société de faire telle ou telle opération, ce qui permet d'améliorer la qualité de l'information donnée aux actionnaires.

Par ce moyen, l'assemblée générale peut correctement exercer ses facultés de choix, d'acceptation ou de refus de certains modes d'augmentation de capital, son avis étant éclairé par les rapports spéciaux des dirigeants sociaux et des commissaires aux comptes.

En conclusion, qu'il s'agisse des résolutions permettant d'augmenter le capital social ou de celles autorisant la société à intervenir sur le marché de leurs titres, la Commission des opérations de bourse constate une tendance à utiliser des formules de plus en plus générales, et à consentir des délégations de plus en plus importantes.

De telles pratiques conduisent à une mauvaise information de l'actionnaire, et à des autorisations que la pratique transforme en blanc-seing dont la valeur juridique est contestable. Elles appellent en conséquence de sérieuses réserves.

La Commission des opérations de bourse invite les dirigeants à proposer aux actionnaires des textes précis, détaillés, étayés par des rapports motivés des conseils d'administration ou du directoire ainsi que des commissaires aux comptes, afin que l'assemblée générale puisse retrouver le rôle qui lui est dévolu de par la loi.

e) La modification des articles 155 et 155-1 du décret du 23 mars 1967

La loi du 14 décembre 1985 a modifié les dispositions relatives à la renonciation au droit préférentiel de souscription.

L'article 186-4 précise que « les mentions qui doivent obligatoirement figurer dans les rapports prévus aux articles 186, 186-1 à 186-3 sont fixées par décret ». Cependant, les dispositions réglementaires correspondantes des articles 155 et 155-1 du décret du 23 mars 1987 n'ont pas été corrélativement modifiées. L'absence de dispositions expresses a conduit certains commissaires aux comptes à se limiter dans leur rapport à des clauses de style, par exemple sur la conformité avec les dispositions légales, sans porter d'appréciation, pourtant traditionnelle en matière de renonciation au droit préférentiel de souscription, sur la proposition de suppression de ce droit, et sur les éléments de calcul du prix d'émission.

Préoccupée par cette situation, la Commission des opérations de bourse a pris l'initiative de demander que soit modifié sur ce point le texte des articles 155 et 155-1 du décret du 23 mars 1967 à l'occasion de l'élaboration du décret relatif aux fusions et scissions.

Le nouvel article 155 du décret du 23 mars énonce que :

« Le rapport du conseil d'administration ou du directoire prévu à l'article 186 de la loi du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales indique le montant maximal et les motifs de l'augmentation de capital proposée, ainsi que les motifs de la proposition de suppression du droit préférentiel de souscription ».

Il doit indiquer également l'incidence sur la situation de l'actionnaire de l'émission proposée, en particulier en ce qui concerne sa quote-part du bénéfice et celle des capitaux propres.

Le rapport indique en outre :

— Dans le cas prévu à l'article 186-3 de la loi sur les sociétés commerciales, les modalités de placement des actions ou certificats d'investissements nouveaux et, avec leur justification, le prix d'émission ou les modalités de sa détermination.

— Dans le cas prévu à l'article 186-3 de la loi sur les sociétés commerciales, le nom des attributaires des actions ou certificats d'investissements nouveaux, le nombre de titres attribués à chacun d'eux et, avec sa justification, le prix d'émission.

Le commissaire aux comptes donne son avis sur la proposition de suppression du droit préférentiel, sur les éléments de calcul du prix d'émission et sur leur justification. Il certifie que ces éléments sont exacts et sincères ».

En outre, le nouvel article 155-1 du même décret dispose que le rapport du conseil d'administration ou du directoire à l'assemblée générale, appelée à autoriser une émission de valeurs mobilières visées aux articles 339-1 et 339-5 de la loi sur les sociétés commerciales, doit indiquer les motifs de l'opération proposée, les modalités d'attribution des titres de capital auxquels elles donnent droit et avec leur justification le prix ou les modalités de calcul du prix de souscription de ces titres, ainsi que les dates auxquelles peuvent être exercés les droits d'attribution.

Il indique, également, l'incidence sur la situation de l'actionnaire de l'émission proposée, en particulier en ce qui concerne sa quote-part du bénéfice et celle des capitaux propres.

Dans son rapport spécial, le commissaire aux comptes donne son avis sur les modalités d'attribution des titres auxquels donnent droit les valeurs mobilières mentionnées au premier alinéa et leur justification.

S'il est demandé aux actionnaires et aux porteurs de certificats d'investissement de renoncer à leur droit préférentiel de souscription aux valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de titres représentatifs d'une quotité de capital à émettre, le contenu du rapport est régi par les dispositions de l'article 155 ci-dessus. Il indique en outre les dates auxquelles peuvent être exercés les droits d'attribution.

D. — RÉFORME DE L'ACTION EN JUSTICE DES ACTIONNAIRES

L'action en responsabilité des actionnaires contre les administrateurs a fait l'objet d'une réforme par le décret n° 88-15 du 5 janvier 1988 relatif à certaines actions en responsabilité contre les dirigeants sociaux exercées par les actionnaires.

Le nouvel article D 199 du décret du 23 mars 1967 apporte une contribution au renforcement des droits des petits actionnaires. Cet article définit les modalités selon lesquelles les actionnaires peuvent se faire représenter par un ou plusieurs d'entre eux devant les juridictions civiles pour demander aux administrateurs réparation d'un préjudice qu'ils ont subi personnellement en raison de mêmes faits, sur le fondement de l'article L 244 (responsabilité des administrateurs envers la société ou envers les tiers, soit des infractions aux dispositions législatives ou réglementaires applicables aux sociétés anonymes, soit des violations des statuts, soit des fautes commises dans leur gestion).

Le mandat doit être écrit et la demande en justice doit indiquer les noms, prénoms et adresse de chacun des mandants, ainsi que le nombre des actions qu'ils détiennent, ainsi que le montant de la réparation réclamée par chacun d'eux. Toutefois, pour mettre en œuvre collectivement l'action individuelle ou l'action sociale, les actionnaires minoritaires se doivent de constituer un certain pourcentage du capital social afin de pouvoir bénéficier des dispositions légales les concernant. Ce pourcentage est fixé à 5 % par l'article D 200 du décret précité. Lorsque le capital de la société est supérieur à cinq millions de francs, le montant du capital à représenter pour l'exercice de l'action sociale par les actionnaires est, selon l'importance dudit capital, réduit suivant le barème suivant : (article D 200 modifié) :

- 4 % pour les cinq premiers millions de francs ;
- 2,50 % pour la tranche de capital comprise entre cinq millions et cinquante millions de francs ;
- 1 % pour la tranche de capital comprise entre cinquante millions et cent millions de francs ;
- 0,50 % pour le surplus du capital.

Compte tenu de la taille de certaines sociétés, et notamment des sociétés privatisées, le pourcentage dégressif fixé par ce texte reste néanmoins élevé (à titre d'exemple, le nombre d'actions à détenir pour les actionnaires de TF 1 serait de 237 500, chiffre évalué au mois de novembre 1987). Dans ces conditions, la portée de la réforme paraît limitée.

E. — AUTRES RÉFORMES

1) Régime des certificats d'investissement. (lois n° 88-15 et 88-17 du 5 janvier 1988)

a) *Droits des titulaires de certificats d'investissement en cas d'augmentation de capital :*

L'article L 283-4 ancien prescrivait l'émission de nouveaux certificats d'investissement en nombre tel que la proportion qui existait avant l'augmentation entre actions ordinaires et certificats de droit de vote soit maintenue après l'augmentation de capital.

Désormais, en cas d'augmentation de capital en numéraire, lorsque les propriétaires de certificats d'investissements auront renoncé à leur droit préférentiel de souscription, il ne sera plus procédé obligatoirement à l'émission de nouveaux certificats.

b) *Sort des certificats de droit de vote et des certificats d'investissement en cas de fusion ou de scission :*

Le législateur a complété l'article L 283-1 en prévoyant la faculté, en cas de fusion ou de scission, d'échanger les certificats de droit de vote et les certificats d'investissement d'une société contre les actions des sociétés absorbantes ou bénéficiaires de l'apport.

c) *Reconstitution des actions :*

Les possibilités de reconstitution des actions ont été élargies par les textes actuels tant en ce qui concerne les sociétés privatisées que les sociétés commerciales de droit commun.

— *Cas des sociétés privatisées :*

Lorsque l'une des entreprises mentionnées à l'article 6 de la loi n° 86-912 du 6 août 1986, relative aux modalités d'application des privatisations décidées par la loi n° 86-793 du 2 juillet 1986, autorisant le gouvernement à prendre diverses mesures d'ordre économique et social, détient des certificats de droit de vote dans les conditions prévues par le troisième alinéa du même article, l'assemblée générale extraordinaire peut décider de procéder à la reconstitution des certificats existants en actions, et à celle des certificats existants assortis d'avantages particuliers en actions conférant à leurs titulaires les mêmes avantages. La reconstitution s'opère par la cession aux porteurs, à titre gratuit, des certificats de droit de vote correspondants.

A cet effet, la société peut demander l'identification des porteurs de certificats, même en l'absence de disposition statutaire expresse, selon les modalités prévues par l'article 263¹ de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966.

Cette procédure fait suite aux dispositions de l'article 6 de la loi du 6 août 1986 qui a permis aux sociétés privatisées d'échanger ou de céder les certificats de droit de vote aux porteurs des certificats d'investissement, ce qui entraînait de plein droit la reconstitution d'actions ordinaires, par dérogation expresse aux dispositions de l'article 283-1 de la loi du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales. Les dispositions de l'article 22 concernent les certificats d'investissements non encore cédés ou échangés en vertu de l'article 6 précité.

— *Procédure de reconstitution de droit commun :*

Le nouveau régime de cession des certificats d'investissement et des certificats de droit de vote et de la reconstitution des actions pleines est défini par l'article 24 de la loi n° 88-15 du 5 janvier 1988, relative au développement et à la transmission des entreprises, modifiant l'article L 283-1.

Désormais, il existe trois cas permettant la reconstitution de l'action pleine :

— cession d'un certificat de vote accompagné d'un certificat d'investissement (laquelle existait déjà dans le régime ancien) ;

— reconstitution entre les mains du porteur d'un certificat d'investissement et d'un certificat de droit de vote ; on notera à cette occasion que désormais toute émission des certificats d'investissement par fractionnement des actions existantes semble être impossible ;

— cession d'un certificat de droit de vote au porteur d'un certificat d'investissement.

Dans ces trois hypothèses, l'action est reconstituée de plein droit. La reconstitution exige une déclaration à la société. A défaut d'une telle déclaration, l'action est privée du droit de vote jusqu'à la régularisation et pendant un délai d'un mois suivant celle-ci.

— *Cas particulier* : régularisation de cours conformément aux articles 217-2 et 217-10 de la loi du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales :

Le même article 20 précise que si la société a fait usage de l'autorisation d'opérer en bourse sur ses propres certificats, conformément aux dispositions des articles 217-2 et 217-10 de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 précitée, et détient à ce titre des certificats, le conseil d'administration ou le directoire, selon le cas, doit préalablement procéder à la reconstitution en actions de ces certificats. Il n'est pas tenu compte, le cas échéant, des actions ainsi reconstituées pour le calcul du nombre maximum d'actions à acquérir précédemment fixé par l'assemblée générale ordinaire.

2) Le régime des titres au porteur identifiables (loi n° 87-416 du 17 juin 1987)

Le ministre d'État, ministre de l'Économie, des Finances et de la Privatisation avait confié, par lettre du 8 avril 1986, au Président de la Commission des opérations de bourse une mission d'étude pour définir un régime des titres adapté aux nécessités d'un marché moderne et trouver une solution aux difficultés de fonctionnement du marché des titres nominatifs.

La Commission des opérations de bourse, en liaison avec la place, a alors élaboré des propositions qui ont été partiellement reprises dans le texte adopté par le Parlement.

L'article 55 de la loi du 17 juin 1987 comporte en premier lieu des modifications qui intéressent le régime de négociation et de transfert des titres revêtant la forme nominative.

Les dispositions des articles 55-I et 55-II de la loi précitée contiennent en effet des mesures destinées à permettre un meilleur fonctionnement du régime des titres revêtant la forme nominative du fait de la loi ou des statuts lorsque ces titres sont inscrits à la cote officielle ou à la cote du second marché d'une bourse de valeurs, ou qu'ils font l'objet de négociations sur le marché hors-cote et ouvrent droit à la détaxation.

Le mécanisme prévu par l'article 55-I précité, appelé « déconnexion » tend à séparer le virement du titre nominatif qui s'effectue de l'intermédiaire à l'agent de change, de la transmission des informations nominatives concernant le changement du propriétaire du titre destinées à la société émettrice.

Désormais, tout intermédiaire, au moment de l'ordre d'achat ou de vente, établit un « bordereau de références nominatives » (B.R.N.) qui est transmis à la SICOVAM, organisme chargé de la compensation des titres, puis à la société émettrice, puis à nouveau renvoyé à la SICOVAM qui le retourne à l'intermédiaire initial.

Le nouveau système raccourcit la circulation des bordereaux de références nominatives qui actuellement accompagnent les virements de titres et transitent, de ce fait, par les charges d'agent de change.

Il impose également des délais qui doivent être respectés par les intermédiaires concernés. Le non respect de ces délais est sanctionné par la vente ou l'achat d'office, pour le compte de l'intermédiaire défaillant, du titre pour lequel le bordereau n'est pas parvenu ou est parvenu incomplet ou erroné. C'est la SICOVAM qui devra requérir la chambre syndicale afin que soit appliquée cette sanction.

En second lieu, le souci légitime des sociétés françaises de mieux connaître leur actionariat et son évolution a conduit le législateur à créer une nouvelle catégorie de titres, les titres au porteur identifiables.

L'article 263-1 nouveau de la loi du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales, créé par l'article 55-II de la loi n° 87-416 du 17 juin 1987 sur l'épargne, prévoit dorénavant la coexistence de trois régimes des titres des sociétés cotées : les titres nominatifs, les titres au porteur et les titres au porteur identifiables, chacun d'eux pouvant être retenu par toute société cotée.

Ce nouveau régime des titres au porteur identifiables obéit aux règles suivantes :

— les sociétés peuvent décider que leurs titres revêtent, soit une forme nominative, soit une forme au porteur, soit une forme au porteur identifiable ;

— le mécanisme des titres nominatifs (sous réserve de ce qui vient d'être indiqué plus haut) n'est pas modifié par la loi ;

— en revanche, le choix dans les statuts de la forme au porteur identifiable des titres, permet aux sociétés de demander, à tout moment, à l'organisme chargé de la compensation des titres, le nom, ou s'il s'agit de personne morale, la dénomination, la nationalité et l'adresse des détenteurs de titres conférant, immédiatement ou à terme, le droit de vote dans les assemblées d'actionnaires, ainsi que la quantité de titres détenus par chacun d'eux et l'indication, le cas échéant, des restrictions dont les titres peuvent être frappés. Suite à cette demande, l'organisme chargé de la compensation des titres recueille les renseignements exigés auprès des établissements teneurs de comptes qui lui sont affiliés ;

— les titres au porteur identifiables se négocient en bourse de la même manière que les titres au porteur « classiques ».

L'attention doit être appelée sur deux catégories de sociétés particulières :

— Les sociétés dont les titres sont soumis aux dispositions de l'article 94-1 de la loi de finances pour 1982 (il s'agit des sociétés non inscrites à la cote officielle ou au second marché, ou ne figurant pas sur la liste des sociétés du hors-cote ouvrant droit à détaxation fiscale), et sont de ce fait obligatoirement nominatifs, ne sont pas autorisées à renoncer à cette forme nominative au profit de titres au porteur identifiables ;

— En revanche, aux termes de l'article 263-2 nouveau de la loi du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales, créé par l'article 56 de la loi sur l'épargne, les sociétés cotées sur une bourse de valeurs auxquelles la loi impose la forme nominative en raison de leur activité peuvent adopter le régime de titres au porteur identifiables. La nécessité d'assurer une négociation et une livraison rapides de leurs titres, conformément aux exigences du marché moderne, est à l'origine de cette disposition.

Les sociétés visées par ce texte sont essentiellement les entreprises du secteur de la communication et les sociétés d'assurances, dont les titres font l'objet d'une cotation à la cote officielle d'une bourse de valeurs ou à celle du second marché.

Le cahier des charges fixant les modalités de fonctionnement du système des titres au porteur identifiables a été élaboré par la Sicovam, en liaison avec les instances professionnelles représentatives des émetteurs et des intermédiaires financiers.

3) Dispositions concernant les sociétés anonymes

(lois n° 88-15 et 88-17 du 5 janvier 1988 et loi n° 87-416 du 17 juin 1987).

a) *Sociétés pouvant faire publiquement appel à l'épargne*

L'article 94 de la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit a été modifiée par la loi du 17 juin 1987. Désormais, les banques mutualistes et coopératives peuvent faire appel public à l'épargne publique en émettant des titres en capital ou des titres de créance (voir chapitre IV du rapport : Problèmes posés par certaines opérations, p. 163).

b) *Suppression des actions de garantie*

L'article 36 de la loi n° 88-15 du 5 janvier 1988 a supprimé l'institution des actions de garantie. Il n'existe donc plus d'obligation pour les administrateurs d'affecter un certain nombre de leurs actions à la garantie des actes du conseil d'administration ou du conseil de surveillance (modification des articles L 95, 97, 130 et 132, suppression des articles L 96 et 131). En conséquence, leur inaliénabilité disparaît. Toutefois, comme par le passé, les administrateurs et les membres du conseil de surveillance ont l'obligation de détenir un nombre minimal d'actions fixé par les statuts, ce nombre ne pouvant être en tout état de cause inférieur à celui exigé pour l'admission aux assemblées ordinaires d'actionnaires.

c) *Nombre maximal d'administrateurs*

Par ailleurs, dans les sociétés dont les actions sont admises à la cote officielle d'une bourse de valeurs le nombre maximal des administrateurs est porté de 12 à 15 (modification de l'article L 89). Dans les mêmes sociétés le nombre maximal des administrateurs *élus par les salariés* est porté de 4 à 5, mais sans pouvoir excéder le tiers du nombre des autres membres du conseil (modification de l'article 97-1).

Dans le cas des fusions, le nombre maximal des administrateurs de la société absorbante ou nouvelle est porté de 24 à 27 lorsqu'une seule société cotée participe à l'opération, et à 30 si les deux sociétés participantes sont cotées (modification de l'article 89).

d) *Droit de vote de l'usufruitier et du nu-propiétaire*

Pour mettre en harmonie l'article 1844 du code civil avec l'article 163 de la loi sur les sociétés commerciales, l'article 19 de la loi précitée prévoit en ce qui concerne le vote des usufruitiers et des nu-propiétaires la possibilité, lorsque des actions sont grevées d'un usufruit, de déroger dans les statuts aux règles légales attribuant le droit de vote à l'usufruitier dans les assemblées ordinaires et au nu-propiétaire dans les assemblées extraordinaires (modification de l'article L 163).

e) *Paiement du dividende en actions*

Le législateur s'est également penché sur le problème du paiement du dividende en actions. Désormais, ce mode de paiement du dividende en actions ne peut être mis en œuvre que *s'il est prévu par les statuts* et autorisé par l'assemblée ordinaire annuelle. Il entre en vigueur à compter du 1^{er} juillet 1988. De plus, la possibilité d'offrir aux actionnaires le choix

entre paiement de leur dividende en numéraire ou en actions *est étendue aux acomptes sur dividende*. Quant au prix d'émission des actions, en cas de paiement du dividende en action, il ne peut désormais, dans les sociétés inscrites à la cote officielle ou à celle du second marché, être inférieur à 90 % (au lieu de 95 %) de la moyenne des cours cotés des vingt dernières séances de bourse (modification des articles L 351 et 352).

4) Dispositions concernant le droit des valeurs mobilières et de leurs titulaires

Plusieurs dispositions nouvelles intéressent le droit des valeurs mobilières et de leurs titulaires.

a) *Montant nominal des actions*

La valeur minimale légale du montant des actions ou coupure d'actions est supprimée et remplacée par une obligation d'exprimer la valeur nominale des actions ou des coupures d'actions dans les statuts de la société (modification de l'article 268).

Toutefois, jusqu'à la réunion de la première assemblée générale extraordinaire suivant la promulgation de la loi du 5 janvier 1988 sur le développement et la transmission des entreprises, le montant légal prévu à l'article L 268 ne peut être inférieur à un montant fixé par le décret (les articles D 206 et 302).

b) *Négociabilité des actions*

La loi a élargi le domaine de la négociabilité des actions. Dorénavant, en cas d'augmentation de capital, les actions sont négociables à compter de la réalisation de celle-ci, et non plus après l'inscription de la mention modificative du registre du commerce (modification de l'article L. 271).

Les actions d'apports auxquelles la loi imposait jusqu'à présent un délai de non-négociabilité de deux ans obéissent maintenant au nouveau régime du droit commun, c'est-à-dire qu'elles sont immédiatement négociables après l'immatriculation de la société au registre du commerce en cas d'apports en nature lors de la constitution de la société, et dès la réalisation de l'augmentation de capital (date de l'assemblée ayant approuvé les apports) en cas d'apports en nature au cours de la vie sociale de la société (suppression des articles L 278, 279 et 280).

c) *Obligations* (loi n° 88-15 du 22 janvier 1988).

- Représentant de la masse.

Désormais, en cas d'émission par appel public à l'épargne, le représentant de la masse peut être désigné dans le contrat d'émission (modification de l'article L 294).

- L'émission d'obligation lorsque le capital n'est pas intégralement libéré :

En principe, les sociétés ne peuvent procéder à l'émission d'obligations que si leur capital est entièrement libéré (article L 285 alinéa 1). L'ancien alinéa 3 de l'article L 285 écartait cette condition pour les émissions faites en vue de l'attribution aux salariés au titre de la participation de ceux-ci

aux fruits de l'expansion de l'entreprise. La nouvelle rédaction de cet alinéa écarte cette condition lorsque les actions non encore libérées ont été réservées aux salariés dans le cadre de l'actionnariat (article L 208-9) ou d'un plan d'épargne d'entreprise (article 25 de l'ordonnance du 21 octobre 1986 relatif à la participation des salariés).

- Les dispositions relatives aux assemblées d'obligataires :

Il ne subsiste désormais qu'une seule catégorie d'assemblées d'obligataires statuant aux conditions de quorum et de majorité de l'assemblée générale ordinaire d'actionnaires, et ceci, quel que soit l'ordre du jour.

La distinction entre les assemblées ordinaires et extraordinaires d'obligataires disparaît (modification de l'article L 313 et suppression de l'article L 312).

L'homologation judiciaire des décisions de l'assemblée d'obligataire est supprimée (modification de l'article L 316).

Le droit de vote dans les assemblées d'obligataires appartient dorénavant légalement aux nus-proprétaires (modification de l'article L 314).

5) Certificats coopératifs d'investissement

La loi n° 87-416 du 17 juin 1987 sur l'épargne a, dans son article 64-III prévu l'insertion d'un titre *II ter* dans la loi n° 47-1775 du 10 septembre 1947 portant statut de la coopération.

Sauf dispositions contraires des lois particulières à chaque catégorie de coopérative, l'assemblée générale extraordinaire des associés peut à présent décider l'émission de certificats coopératifs d'investissement.

Ces nouveaux titres sont des valeurs mobilières représentatives de droits pécuniaires attachés à une part de capital, émises pour la durée de la société et librement négociables.

Les certificats coopératifs ne sont pas le démembrement de titres plus vastes, contrairement aux certificats d'investissements de la loi n° 83-1 du 3 janvier 1983, puisqu'ils ne se doublent pas de certificats coopératifs de droit de vote. Il s'agit donc de titres pleinement autonomes.

Les porteurs de certificats coopératifs peuvent de par la loi se prévaloir :

— *d'un droit à l'information* puisqu'ils peuvent obtenir communication des documents sociaux dans les mêmes conditions que les associés ;

— *d'un droit préférentiel de souscription* en cas de nouvelle émission de certificats coopératifs ;

— *d'un droit sur les réserves* ce qui déroge expressément aux dispositions des articles 16 et 19 de la loi de 1947, puisque, contrairement aux associés, les porteurs de certificats coopératifs disposent d'un droit sur l'actif net dans la proportion du capital qu'ils représentent et donc sur les réserves de la coopérative.

— *d'un droit à rémunération*, laquelle est fixée par l'assemblée générale des associés en fonction des résultats de l'exercice.

Sur ce point, il convient de rappeler que l'article 14 de la loi de 1947 avait limité les possibilités de rémunération du capital puisqu'il avait fixé à 8,5 % au plus du nominal des titres l'intérêt que les coopératives pouvaient verser à leur capital.

Désormais, les coopératives disposent d'un titre dont la rémunération est libre, et déterminée non plus en fonction du nominal mais des résultats de la société, ce qui peut être plus attrayant pour un souscripteur.

De plus, s'agissant de titres sans droit de vote, le législateur, avec prudence, a prévu que la rémunération des certificats coopératifs était au moins égale à celle des parts sociales, ce qui assure donc le respect des droits du porteur de certificats.

Ce nouveau produit a déjà fait l'objet d'émissions par différentes caisses régionales du Crédit Agricole.

Le Crédit Agricole du Morbihan a obtenu le premier son visa pour émettre des certificats coopératifs, lesquels sont d'ailleurs cotés au second marché de la bourse de Nantes.

Il faut préciser que les émetteurs ont bien voulu, afin de favoriser l'acclimatation du titre nouveau, garantir une rémunération de 5 % pour une durée de 5 ans.

Le public a, semble-t-il, accueilli favorablement les certificats coopératifs, mais le nombre d'opérations réalisées est encore faible, et les émissions trop récentes pour qu'il soit possible, à ce jour, d'apprécier l'intérêt porté à ce titre.

V. — Protection de l'épargnant à l'occasion des cessions de contrôle

A. — LES OFFRES PUBLIQUES

Les offres publiques présentées suivant la procédure normale ont concerné en 1987, comme en 1986, neuf sociétés. Elles ont revêtu dans six cas la forme d'offre d'échange, dans deux cas celle d'offre d'achat et dans un dernier cas celle d'une offre alternative d'achat ou d'échange.

Deux sociétés ont fait, par ailleurs, l'objet d'une offre simplifiée, les initiateurs détenant déjà plus de 90 % du capital.

Deux offres qui ont visé les actions de la société Duffour et Igon et la C.C.M.C. ont suscité de nombreuses offres concurrentes et surenchères.

1) Offres sur la société Duffour et Igon

Le projet d'offre publique d'achat d'actions Duffour et Igon déposé à la Chambre syndicale des agents de change par la société Union-Carbide France le 12 janvier 1987 et jugé recevable le 2 avril 1987, une fois l'autorisation au titre des investissements étrangers accordée, a provoqué trois offres concurrentes de la part, d'abord de la société espagnole Carburon Metallicos dès le 2 avril, puis de la société allemande Linde A.G. le 10 avril, enfin de la société suédoise Aga Aktiebolag le 22 avril. De cette date au 26 mai, ces deux dernières sociétés ont fait quatre surenchères. La dernière effectuée par Aga permettait à celle-ci de réussir et d'obtenir par son offre plus de 72 % du capital de Duffour et Igon.

Entre le dépôt du projet d'offre par Union-Carbide et l'annonce par la Chambre syndicale du résultat de l'offre d'Aga le 2 juillet, il s'est écoulé près de 6 mois dont les trois premiers ont été nécessaires aux pouvoirs publics pour donner leur accord au titre des investissements étrangers.

S'agissant d'offres d'achat visant la totalité du capital, ces offres n'ont pas posé aux autorités boursières de problèmes particuliers d'application des règles en vigueur. Elles ont été favorables aux actionnaires de Duffour et Igon qui ont bénéficié d'une revalorisation exceptionnelle de leurs titres : la dernière offre d'Aga a été faite en effet à 4 410 F l'action contre 2 100 F pour la première offre et pour un dernier cours coté de 856 F.

2) Offres sur la société C.C.M.C.

En revanche, l'offre publique d'échange proposée le 16 octobre 1987 par la CEGID — Compagnie européenne de gestion pour l'informatique décentralisée —, inscrite au second marché de la Bourse de Lyon, aux actionnaires de la société C.C.M.C., cotée à la cote officielle (R.M.) également de la Bourse de Lyon, a donné lieu à de nombreuses controverses et a nécessité plusieurs interventions de la Commission.

Les difficultés qui ont surgi étaient liées à l'existence d'un groupement d'actionnaires de la société C.C.M.C. qui avait été constitué en novembre 1984 lors de l'introduction en bourse de la valeur.

A cette occasion, il avait été demandé aux actionnaires experts-comptables et membres du personnel de bloquer une partie de leurs actions dans un syndicat de majorité, pendant cinq ans, dans le but d'assurer la cohésion de l'actionnariat de la société C.C.M.C. et d'éviter la cession des titres à des tiers.

Début octobre 1987, le gérant de ce syndicat passa un accord avec la Garantie mutuelle des fonctionnaires — G.M.F. aux termes duquel celle-ci devait acheter la moitié des titres C.C.M.C. détenus par le syndicat. Cette cession a revêtu la forme d'une option dont l'échéance expirait le 16 novembre 1987.

Afin de délibérer sur cette cession, une assemblée générale du syndicat a été convoquée le 5 octobre pour le 22 octobre.

Le lancement de l'O.P.E. par la CEGID le 16 octobre était un élément nouveau qui devait être pris en compte par les actionnaires membres du syndicat avant qu'ils ne se prononcent sur la cession à la G.M.F.

La Commission a alors rappelé que tous les actionnaires devaient être en mesure de répondre à l'offre publique de la CEGID, chacun d'eux appréciant sous sa responsabilité, et l'appréciation éventuelle des tribunaux, la portée des engagements privés qu'il était susceptible d'avoir pris en adhérant à un syndicat d'actionnaires. Dans cet esprit, elle a demandé qu'aucun acte de disposition des actions pouvant être apportées à l'offre n'intervienne avant l'expiration de la période de révocabilité prévue le 6 novembre 1987 et avant que les actionnaires n'aient eu connaissance des notes d'information établies par les sociétés concernées.

De son côté, le Tribunal de grande instance de Lyon saisi en référé par la société CEGID ordonnait qu'aucune réunion ou Assemblée du syndicat ne se tienne avant la publication des notes d'information de la société CEGID et la société C.C.M.C.

Dans ces conditions l'assemblée du syndicat appelée à statuer le 22 octobre sur la cession des titres à la G.M.F. ne se tint pas et fut convoquée pour le 12 novembre 1987, soit après la période de révocabilité.

Le 5 novembre 1987, CEGID déposait une surenchère sur sa propre offre. Cette surenchère a conduit à reporter du 6 au 17 novembre la fin de la période de révocabilité de l'offre. La réunion de l'assemblée du syndicat prévue pour le 12 novembre ne respectait plus alors le principe posé par la COB selon lequel aucun acte de disposition définitif des titres C.C.M.C. ne devait avoir lieu avant la fin de la période de révocabilité. Mais il convenait par ailleurs de prendre en considération le fait que l'option consentie à la G.M.F. arrivait à échéance le 16 novembre. Si une décision n'était pas prise avant cette date par les membres du syndicat, la cession de leurs titres à la G.M.F. risquait de ne plus être possible. Afin de ne pas pénaliser les actionnaires, membres du syndicat en ne leur donnant pas la faculté de vendre leurs titres à la G.M.F., l'assemblée s'est malgré tout tenue le 12 novembre. A cette date les actionnaires avaient cependant connaissance des principales informations sur les conditions de la nouvelle offre. La COB

a rappelé aux dirigeants sa position et a attiré leur attention sur le fait qu'il appartenait aux tribunaux saisis par la société CEGID d'apprécier si les délibérations de l'Assemblée et la décision de cession à la G.M.F. avaient été prises dans des conditions d'informations suffisantes.

Dans cette affaire, la Commission est intervenue également pour mettre fin à la polémique qui s'était instaurée, par voie de réunions ou communiqués de presse, entre les deux sociétés. Ayant constaté certaines irrégularités dans l'information publiée à cette occasion et ayant reçu des plaintes formulées par les actionnaires de la C.C.M.C., la Commission, par un communiqué en date du 3 novembre, a rappelé les règles prévues par son Instruction du 5 septembre 1978 en matière d'information en période d'offre publique et a attiré l'attention sur le fait que les notes visées par la COB constituent les documents d'informations essentiels mis à la disposition du public.

Dans un autre communiqué publié le lendemain 4 novembre 1987, la Commission relevant le caractère souvent polémique des informations diffusées par les sociétés concernées a demandé à celles-ci qu'à partir de cette date et jusqu'à l'expiration de la validité de l'offre, elles ne publient aucune information, sous quelque forme que ce soit, sans en avoir été préalablement autorisées par la Commission.

Cette décision a permis à l'O.P.E. de s'achever dans le calme. Les sociétés ont par ailleurs renoncé finalement aux instances judiciaires qu'elles avaient engagées.

Pendant le déroulement de toute offre publique, la Commission veille à ce que la transparence du marché soit assurée. Pour cela elle vérifie que les règles de déclarations d'achats et de ventes de titres réalisés sur le marché prévues par sa décision générale du 25 juillet 1978 sont bien respectées par les différents opérateurs. Ces contrôles s'imposent particulièrement dans les cas d'offres concurrentes. En 1987, la Commission a été amenée à intervenir à plusieurs reprises auprès de deux établissements bancaires pour que certaines de leurs Sicav déclarent les acquisitions de titres dépassant 0,5 % du capital des sociétés C.C.M.C. ou CEGID qu'elles avaient effectuées sur le marché depuis le début de l'OPE lancée par la société CEGID. Les déclarations ont finalement été faites, mais avec plus de quinze jours de retard pour certaines. Des observations ont été adressées aux deux établissements.

Depuis la fin de l'année 1987 une douzaine d'offres publiques ont été initiées en France, plus que durant toute l'année 1987. Sur cette douzaine, au moins quatre peuvent être considérées comme agressives.

Deux décisions judiciaires importantes sont intervenues dans le cadre des offres publiques concernant les sociétés Bénédictine et Télémechanique.

3) Offre sur la société Bénédictine

La société Bénédictine avait, le 15 décembre 1987, convoqué pour le 25 janvier 1988 une assemblée générale extraordinaire qui devait se prononcer sur une augmentation de capital en numéraire par émission d'actions et de certificats d'investissements réservés à deux actionnaires.

Or, le 8 janvier 1988, la société Rémy et associés déposait une offre publique d'achat. Ceci créait une situation nouvelle dont les actionnaires appelés à se prononcer sur l'opération d'augmentation de capital réservée devaient être complètement informés avant la réunion de l'assemblée générale.

La COB a donc fait publiquement savoir par un communiqué du 19 janvier 1988 qu'il serait opportun que le Conseil d'administration de la société Bénédicte diffère la tenue de l'assemblée générale extraordinaire afin de laisser le temps aux actionnaires de connaître les conditions de l'offre.

A la demande d'un actionnaire, le Tribunal de commerce de Paris a décidé d'ajourner l'assemblée générale extraordinaire de la société prévue pour le 25 janvier 1988 en raison de « l'élément de fait très important » que constitue l'OPA.

Cette décision a été confirmée par la Cour d'appel de Paris. Mais la Cour s'est fondée sur d'autres motifs pour faire droit à la demande qui lui était présentée.

4) Offre sur la société Télémécanique

A l'occasion de l'offre publique présentée par la société Schneider aux actionnaires de Télémécanique, un litige est intervenu sur le transfert de titres Télémécanique à un offreur concurrent Framatome; le tribunal puis la Cour d'appel de Paris ont eu l'occasion de se prononcer sur deux points :

- la définition de la période de l'offre ;
- l'interdiction de transfert hors marché des titres de la société visée.

Les salariés de Télémécanique avaient constitué une société ayant pour unique objet la détention de titres Télémécanique, la société Cofitel dans laquelle ils détenaient la majorité avec le concours des banques et au profit de laquelle avaient été émis 300 000 bons de souscriptions permettant de souscrire à autant d'actions Télémécanique, représentant environ 18 % du capital de cette société.

— Schneider a déposé, le 4 février 1988, une offre publique d'achat des titres de la société Télémécanique à la Chambre syndicale qui a déclaré cette offre recevable le 12.

— Le 12 février était enregistrée la cession de 160 000 actions Télémécanique à Cofitel, résultat de l'exercice de 160 000 bons et le 15, le transfert en blanc de 57 % des actions de la société Cofitel à la société Framatome.

Saisi par la société Schneider d'une action en nullité de cette cession et même d'une action en nullité de l'assemblée qui avait décidé l'émission des bons, le Tribunal de commerce a estimé irrégulière l'acquisition hors marché des titres Télémécanique par le jeu du transfert à Framatome des titres de la société Cofitel. Il a considéré qu'une mesure de séquestre des titres était utile à la sauvegarde des intérêts des parties.

En appel, la Cour de Paris a confirmé le séquestre et en a lié la durée à l'issue de l'action au fond entreprise sur l'annulation de la cession litigieuse des titres de capital à Framatome.

La Cour a affirmé que la date qui fixait le début de la procédure d'OPA et devait être prise en considération pour le respect des principes et des règles gouvernant le déroulement des offres était celle du dépôt de l'offre à la Chambre syndicale. En outre elle a considéré que l'exigence de transparence du marché interdisait le transfert des titres de la société visée par des opérations hors marché et que l'inobservation des règlements de la COB et de la Chambre syndicale pouvait entraîner l'annulation des actes et opérations contraires à ces règlements.

5) L'évolution de la réglementation sur les offres publiques

De manière plus générale, le regain de faveur que connaît cette procédure met à l'épreuve des règles importantes du droit boursier et pose le problème de savoir s'il faut modifier la réglementation des offres publiques.

a) *Réflexions sur le régime des offres publiques*

La réponse à une telle question dépend évidemment de la vue d'ensemble sur l'évolution des structures économiques françaises et la place qu'y tiennent les offres publiques. Un consensus devrait être établi sur trois considérations générales :

1. La première est que les offres publiques ont dans l'ensemble des conséquences très bénéfiques :

- elles donnent aux entreprises performantes une occasion de croissance externe rapide, leur permettant d'accroître leurs dimensions, de diversifier leurs implantations géographiques et par là d'atteindre la dimension européenne ou mondiale, et d'avoir accès aux technologies détenues par d'autres entreprises ;

- elles valorisent les actions et leur permettent d'atteindre un prix équivalent à celui que peut en obtenir l'actionnaire qui détient le contrôle de la société, contribuant ainsi à favoriser l'égalité de traitement entre tous les actionnaires quel que soit le montant détenu dans la société. Elles sont aussi souvent la seule occasion que les actionnaires ordinaires ont de se prononcer réellement sur la gestion de la société, beaucoup d'assemblées générales ayant un caractère largement formel.

La menace d'OPA contribue à inciter les dirigeants à une bonne gestion de la société et à prendre soin des intérêts financiers de leurs actionnaires.

2. La seconde considération générale est que certaines offres publiques peuvent avoir des conséquences inacceptables :

- concentration excessive se traduisant par une réduction inadmissible de la concurrence ;

- passage entre des mains indésirables d'entreprises ayant une importance politique ou stratégique particulière ;

- opération purement financière conduisant au démembrement sans logique industrielle d'entreprises viables sans aucun progrès pour la productivité générale.

Il est bien évident qu'il n'y a pas lieu de faciliter de telles offres.

3. La troisième considération générale est bien entendu que les offres doivent se dérouler dans des conditions équitables tant en ce qui concerne les initiateurs d'offres publiques que les dirigeants des sociétés visées, qu'en ce qui concerne la protection des droits des actionnaires.

Il est, d'autre part, un élément de fait important, à savoir qu'avec une douzaine d'offres publiques par an le rythme des offres publiques en France demeure encore très inférieur à ce qu'il est au Royaume-Uni, plusieurs centaines par an, ou aux États-Unis où il fait partie du cadre normal de la vie des affaires. Il faut savoir aussi qu'en dehors de cas particuliers, l'actionnariat des sociétés françaises est plutôt moins fragile que l'actionnariat des pays de langue anglaise :

— le capital paraît dans l'ensemble moins dispersé ;
— la loi française autorise l'auto-contrôle avec droit de vote à concurrence de 10 % ;

— surtout, la France connaît des dispositions intéressant le droit de vote qui renforcent considérablement en fait la position des dirigeants :

- le droit de vote double surtout, inconnu des sociétés cotées aux bourses de New York, Londres ou Toronto, constitue en France une arme anti-OPA extrêmement puissante en faveur de l'actionnariat de contrôle ;

- il en est de même de la conjugaison de pouvoirs en blanc, de la faiblesse de la représentation des associations d'actionnaires aux assemblées générales et, jusqu'à une date récente, de l'absence de vote par correspondance ;

- enfin, le régime unique au monde des certificats d'investissement permet aux sociétés d'augmenter leur capital sans octroyer le droit de vote aux nouveaux actionnaires, de réserver au contraire aux anciens actionnaires le droit de vote correspondant sans même avoir à servir aux nouveaux un dividende prioritaire comme cela est la règle ailleurs.

Au surplus, au niveau actuel des taux de change et des taux de capitalisation, la situation actuelle est probablement en général beaucoup plus favorable aux offres publiques faites par les sociétés françaises sur des sociétés étrangères qu'à la situation inverse. Le souci de permettre aux entreprises françaises de se développer librement à l'étranger conseille donc dans ce domaine une très grande prudence. Pratiquement, hormis le cas des sociétés privatisées, on ne saurait donc dire que les sociétés françaises se trouvent dans l'ensemble dans une situation de fragilité particulière justifiant des mesures anti-OPA dérogatoires aux usages des grandes places financières. Les progrès possibles de la productivité d'un nombre important d'entreprises françaises justifie au contraire que l'on laisse les procédures d'offre publique conduisant au remplacement de gestionnaires médiocres par de meilleurs gestionnaires se dérouler librement. Il n'en reste pas moins qu'il convient d'éviter les abus du type de ceux qui ont été mentionnés plus haut et d'édicter des mesures à cet effet, et aussi de combler les insuffisances et les lacunes des règles actuelles.

b) *L'état actuel de la réglementation*

1. Les dispositions relatives à la concurrence sont suffisamment protectrices pour se protéger contre un risque de situation dominante :

- *Le maintien d'une saine concurrence*

Depuis l'Ordonnance du 1^{er} décembre 1986 sur la concurrence, la France est particulièrement bien outillée juridiquement pour interdire les opérations qui se traduiraient effectivement par une atteinte à la concurrence au détriment du consommateur et permettrait l'établissement de position dominante.

Tout projet de concentration de nature à porter atteinte à la concurrence peut être soumis par le ministre chargé de l'Économie à l'avis du Conseil de la concurrence lorsque les entreprises qui en font l'objet ou qui leur sont économiquement liées ont soit réalisé ensemble plus de 25 % des transactions sur le marché national des produits considérés, soit totalisé un chiffre d'affaires hors taxe de plus de 7 milliards si deux au moins des entreprises parties à la concentration ont réalisé un chiffre d'affaires d'au moins 2 milliards. Le Conseil de la concurrence peut même se saisir de sa propre initiative. Le ministre de l'Économie peut enjoindre aux entreprises en cause de ne pas donner suite au projet de concentration ou *a posteriori* de rétablir la situation antérieure. Ces dispositions sont donc extrêmement rigoureuses, et il ne semble pas qu'il soit nécessaire des les compléter.

- *Les entreprises d'importance politique ou stratégique*

Là aussi, des dispositions spéciales existent déjà pour les industries intéressant la sécurité publique et la défense nationale, ainsi que la presse, l'audio-visuel et les établissements de crédit.

En outre, toute prise de participation supérieure à 20 % par une personne physique ou morale n'appartenant pas à la Communauté européenne est également soumise à autorisation ministérielle ; elle est interdite dans les entreprises de presse et de communication audio-visuelle sous réserve des engagements internationaux souscrits par la France.

Comme on le sait, l'administration veille attentivement à l'application de ces textes. Faut-il élargir la liste des entreprises soumises à une réglementation protectrice ou renforcer encore les barrières contre les participations étrangères ? L'appréciation ne peut être que politique et tenir compte de ce que l'augmentation de l'influence de sociétés françaises à l'étranger est plus importante que les prises de contrôle d'entreprises françaises par les participants étrangers.

2. Trois problèmes méritent d'être traités par un aménagement de la réglementation :

- le problème théorique pour le moment mais qui peut devenir réel des « raiders financiers » ;
- les problèmes de procédure qui créent aux yeux de certains un déséquilibre entre les positions des sociétés « attaquantes » et des sociétés « attaquées » en cas d'offre publique d'achat ou d'échange ;
- les problèmes posés par les atteintes au droit des actionnaires.

- *Les raids financiers*

La protection des entreprises contre des raids purement financiers conduisant au démembrement d'une entreprise saine est pour la France un problème encore théorique ; mais il peut devenir réel. Deux mesures devraient en permettre le contrôle.

Les intentions des initiateurs d'offres doivent être beaucoup plus clairement explicitées qu'elles ne l'étaient jusqu'à présent dans le système français. Le règlement de la Commission des opérations de Bourse qui vient de paraître au *Journal officiel* demande aux offreurs de rendre publiques des déclarations d'intentions précises quant à la poursuite des activités de la société, à l'utilisation de ses actifs, à la politique industrielle, commerciale, financière, sociale que les initiateurs d'offres entendent mener.

Si, par la suite, les décisions prises apparaissaient en contradiction avec les intentions déclarées, tout intéressé pourrait saisir les juridictions aux fins de le faire constater et de mettre en cause éventuellement la responsabilité des nouveaux dirigeants.

- *Des procédures d'offres publiques équitables pour les initiateurs, les dirigeants des sociétés visées, et les actionnaires*

La procédure qui a pour objet d'assurer à la fois un déroulement régulier de l'offre et des surenchères possibles jusqu'à renonciation à surenchère, d'assurer l'égalité des actionnaires et d'écartier les manœuvres contraires à un déroulement régulier des offres, fonctionne à peu près correctement sous la surveillance conjointe de la Commission des opérations de bourse, de la société des bourses françaises et de la direction du Trésor, même si elle mérite quelques aménagements.

— Les dirigeants des sociétés se sont plaints longtemps de l'impossibilité de connaître leur actionnariat et souhaitaient à la fois le fidéliser et déceler des mouvements anormaux pouvant préparer une offre publique.

La loi sur l'épargne du 17 juin 1987, préparée sur ce point par un groupe de travail réuni à la diligence de la COB, a amélioré les choses :

— Les seuils de publication de la possession d'actions sont maintenant alignés sur la pratique des autres grands pays à 5 %, 10 %, 20 %, 33 % et 50 % ;

— Les sociétés ont en outre la possibilité de prévoir la déclaration obligatoire de toute détention de capital supérieure à 0,5 % ;

• — Elles pourront dans un proche avenir connaître aussi fréquemment qu'elles le souhaitent la totalité de leur actionnariat par le système du titre au porteur identifiable ;

— Elles peuvent enfin avoir recours si elles le souhaitent à un système de titres nominatifs infiniment plus informatif que ce qui existe à l'étranger.

Le système comporte cependant deux lacunes :

— L'actionnariat non résident en raison de l'utilisation de prête-nom ; la société peut sanctionner l'absence de déclaration par refus du droit de vote ;

— L'actionnariat potentiel (bons de souscription, obligations convertibles, etc.).

c) *Des évolutions souhaitables*

Il serait bon que la loi vienne combler ces lacunes et réduire le délai de déclaration aujourd'hui fixé à une durée excessive de cinq jours ; il serait bon d'autre part que les rapports annuels et semestriels précisent la répartition connue, non seulement du capital mais également des droits de vote, dès lors qu'il existe un système de vote double ou de certificats d'investissement. Cette dernière modification serait d'ailleurs conforme au projet communautaire relatif aux franchissements de seuils.

La Commission vient pour sa part de renforcer le système en demandant aux actionnaires franchissant le seuil de 20 % de déclarer s'ils souhaitent s'en tenir à cette participation ou poursuivre leurs acquisitions en vue notamment de l'acquisition du contrôle de la société.

Quelle que soit leur utilité, ces mesures pourraient dans certaines conditions ne pas empêcher une prise de contrôle par le seul jeu d'achats en bourse, procédure qui cumule les inconvénients de pouvoir être relativement clandestine, de ne pas pousser à la valorisation des actions et de violer l'égalité des actionnaires puisqu'elle ne comporte pas de maintien de cours. Une solution souhaitable serait l'introduction en France d'un système inspiré du système britannique tendant à rendre une offre publique obligatoire dès lors que serait franchi un seuil de 30 % par exemple.

Certaines sociétés ont eu la tentation d'introduire, par décision du conseil d'administration ou d'une assemblée générale, des « pilules empoisonnées » c'est-à-dire des mesures qui réduiraient l'avantage qu'aurait un offreur pour prendre le contrôle de la société en réduisant la valeur de l'actif dont il acquerrait le contrôle.

La tradition française fort heureusement n'admet pas ces mesures contraires à l'intérêt social. Il ne faut surtout pas les laisser s'introduire dans notre pays ; les actionnaires lésés ne devraient pas hésiter à exiger le retrait de telles mesures lorsqu'ils viendraient à en avoir connaissance.

La question a été souvent posée à la Commission des opérations de bourse de savoir quelles mesures sont admissibles à titre d'augmentation de capital immédiate ou différée lorsque de telles augmentations pourraient être considérées comme formant une barrière à des OPA possibles.

La COB a admis les augmentations de capital portant sur des montants raisonnables, décidées antérieurement à l'ouverture d'une procédure d'offre publique, dès lors que l'émission a été décidée par une assemblée générale exactement informée et que l'émission n'est pas placée auprès des personnes agissant en fait pour le compte de la société ou suivant ses directives, contrevenant ainsi aux principes suivant lesquels il est interdit aux sociétés de procéder directement ou indirectement à la souscription de leurs propres actions ou de mettre en œuvre des droits d'agrément dans des conditions non prévues par la loi.

Une fois la procédure d'offre publique ouverte, c'est sur le terrain de l'offre publique elle-même qu'une offre contestée doit être combattue, normalement par une offre concurrente des actionnaires de la société visée ou des tiers, à des conditions plus avantageuses pour les actionnaires. Ceci a pour corollaire une obligation de prudence de la part des dirigeants sociaux en ce qui concerne les actes de disposition de l'actif ou une modification importante du passif.

Sans doute, si l'on admet que ce principe revient à remettre le sort de la société directement entre les mains des actionnaires, on pourrait se demander s'il ne serait pas possible à une société en période d'OPA de réunir une assemblée générale au cours de laquelle les actionnaires dûment informés se prononceraient sur une augmentation de capital par exemple. Une telle procédure, pour refléter le point de vue des actionnaires aussi fidèlement que leurs réponses à une offre publique, devrait comporter une modification du droit de vote telle que le système ne conduise pas à permettre aux actionnaires minoritaires en capital d'imposer leurs vues aux autres actionnaires. Ceci requiert donc une réforme législative et on doit se demander s'il ne serait pas plus simple et plus sain de parvenir à des résultats voisins en exigeant par exemple que toutes les offres publiques portent sur 100 % du capital des sociétés visées, comme c'est le cas général du Royaume-Uni.

A travers les aménagements récents de la procédure des offres publiques, des mesures suggérées ci-dessus, d'autres mesures qui pourraient les compléter, la Commission des opérations de bourse s'efforce de poursuivre trois objectifs :

- permettre d'écarter les raids sauvages ;
- assurer une confrontation loyale des offres par la voie de surenchères qui valorisent les titres ;
- garantir en tout état de cause la protection des droits des actionnaires et l'égalité de ces droits.

B. — LES MAINTIENS DE COURS

La procédure de maintien de cours, après cession en bourse d'un bloc de titres entraînant un changement de contrôle, prévue par les articles 201 à 206-1 du règlement général de la Compagnie des agents de change a été appliquée vingt-sept fois en 1987, contre vingt en 1986. Elle a concerné dix-huit valeurs inscrites à la cote officielle, treize à Paris et cinq en province (cf. annexe VI). Elle a été aussi mise en œuvre pour les titres négociés sur le second marché dans trois cas et sur un marché hors cote dans six cas.

Vingt-deux fois, le bloc cédé a représenté plus de 50 % du capital. Trois fois où il n'atteignait pas ce pourcentage, il a cependant donné au cessionnaire, compte tenu de sa participation antérieure, le contrôle absolu de la société. En deux autres occasions enfin, la procédure de maintien de cours a été utilisée alors que le bloc cédé ne donnait au bénéficiaire qu'entre 45 et 49 % du capital de l'entreprise.

A six reprises, le maintien de cours s'est effectué à un niveau moins élevé que celui convenu pour la négociation du bloc. Cette faculté, prévue par l'article 204 du règlement général de la Compagnie des agents de change a été utilisée chaque fois en raison du paiement échelonné que le cédant du bloc consentait au cessionnaire.

En 1987, huit maintiens de cours ont eu lieu, en application de la décision générale de la Commission du 27 février 1973, à la suite de changements de contrôle réalisés par cessions directes de titres hors bourse ou transferts de contrôle opérés, dans deux cas, par l'intermédiaire d'une holding non cotée. Ils ont concerné cinq valeurs inscrites à la cote officielle, deux à la cote du second marché (cf. annexe VI) et une négociée sur le marché hors cote.

Dans onze cas en 1987, le prix de cession du bloc, que celle-ci ait eu lieu hors bourse ou en bourse, a été inférieur au dernier cours coté. A chaque fois, les cessionnaires se sont engagés à intervenir sur le marché pendant le délai réglementaire de quinze séances de bourse de manière à ne pas laisser les cours s'établir en deçà du prix de cession.

Ce fut le cas notamment lors du changement de contrôle de la société Générale Occidentale ainsi que la Commission a été amenée à l'expliquer dans son bulletin n° 206 d'août-septembre 1987, en raison de nombreuses questions que cette opération suscitait.

Dans cette affaire, la Commission ayant constaté que la transaction portant sur les titres de la société Trocadéro-Participations constituait un changement de contrôle de la société Générale Occidentale, celle-ci devait donner lieu à un maintien de cours à un niveau correspondant à celui de la transaction pendant quinze jours de bourse. La Compagnie générale d'électricité, acquéreur

du bloc de contrôle, s'y est effectivement engagée. Mais compte tenu du fait que le prix auquel la cession est intervenue était inférieur à celui correspondant au cours pratiqué, la Commission a estimé qu'aucune mesure de publicité autre que la publication d'un communiqué faisant état du transfert du contrôle de la société Trocadéro-Participations contrôlant elle-même la société Générale Occidentale ne lui paraissait nécessaire pour la protection des actionnaires. Pendant la période considérée, les cours de l'action Générale Occidentale se sont constamment maintenus à un niveau supérieur à celui de la transaction.

Indépendamment des maintiens de cours réglementaires, des possibilités de retrait annoncées par des avis à la cote officielle ont été offertes aux actionnaires de certaines sociétés. Ainsi, la Commission des opérations de bourse a-t-elle été conduite, en présence du projet de transformation de la société La Carbonique en société en commandite par actions ayant pour associé commandité et gérant irrévocable une S.A.R.L. regroupant les membres d'une même famille, à se montrer favorable à une procédure de maintien de cours sans radiation des titres de la cote officielle. La Commission des opérations de bourse a considéré que la forme sociale de la commandite par actions, en modifiant fondamentalement la situation des actionnaires dans leurs droits d'intervention sur l'administration ou la gestion de la société, en leur interdisant de révoquer le gérant commandité et en les privant d'une valorisation de leurs actions dans le cadre d'une éventuelle procédure d'offre publique d'achat ou d'échange, n'était pas compatible avec le statut de société inscrite à la cote officielle ou à la cote du second marché.

De même les actionnaires de Speichim ont eu la possibilité de vendre leurs titres avant qu'interviennent des changements profonds dans leur société affectant ses perspectives d'avenir.

Enfin, les actionnaires de Jaeger et Solex ont pu se retirer à l'occasion du changement de contrôle de la holding non cotée de ces deux sociétés qui s'est réalisé par une augmentation de capital réservée à la société Fiat.

Décision judiciaire au sujet d'une affaire de maintien de cours

a) Rappel des faits

Dans son rapport annuel 1986, la Commission des opérations de bourse avait rendu compte de la violation des règles relatives au maintien de cours dans l'affaire de la Société générale d'entreprise Sainrapt et Brice (S.G.E.-S.B.) filiale du groupe Compagnie générale d'électricité (C.G.E.).

Au mois de juillet 1983, la Compagnie Saint-Gobain s'était vue consentir par le groupe Compagnie générale d'électricité, qui détenait, directement et indirectement, un peu plus de 56 % du capital de S.G.E.-S.B., une option d'achat portant sur 25,7 % du capital de cette société, sur la base d'un cours constaté en bourse à la date du dépôt à la Chambre syndicale d'un contrat optionnel. Cette option avait été levée le 30 décembre 1983.

Bien que la cession ne portât que sur une fraction de capital égale à 25,7 % du capital de S.G.E.-S.B., un certain nombre d'éléments, et notamment l'existence d'un protocole conclu le 23 décembre 1983, témoignait de la volonté de transférer la charge du contrôle de cette société du groupe vendeur au groupe acquéreur.

La Commission des opérations de bourse avait alors considéré que la cession de 25,7 % du capital de la société cotée avait été le support de l'ensemble de l'opération, et qu'en conséquence celle-ci aurait dû donner lieu à la mise en place, en faveur des actionnaires minoritaires, de la procédure de maintien de cours prévue par la décision générale de la Commission des opérations de bourse du 27 février 1973.

Le groupe vendeur ainsi que le groupe acquéreur avaient contesté ce point de vue, considérant que la fraction de capital acquise par la société Saint-Gobain, soit 25,7 % était insuffisante pour lui conférer le contrôle de la société S.G.E.-S.B.

Un groupe d'actionnaires minoritaires a, au vu d'un avis rendu par la Commission des opérations de bourse le 25 juillet 1986, décidé d'assigner devant le Tribunal de grande instance de Paris la Compagnie Saint-Gobain pour avoir acquis de façon fautive un bloc de contrôle de la société S.G.E.-S.B.

*b) La décision du Tribunal de grande instance de Paris
du 20 janvier 1988*

Dans son jugement, le tribunal constate « que le bloc de 25,7 % des actions vendues par C.G.E. était en soi insuffisant pour donner à Saint-Gobain le contrôle de S.G.E.-S.B., dont le groupe C.G.E. détenait encore 29 % après la levée de l'option », et que « la qualité d'actionnaire majoritaire n'a été conférée à Saint-Gobain que par sa souscription en janvier 1985 à l'augmentation de capital de S.G.E.-S.B... ». Le tribunal a donc débouté les actionnaires minoritaires de l'ensemble de leurs demandes.

Cette décision du Tribunal de grande instance de Paris tout en apportant une contribution importante à l'élaboration d'une jurisprudence sur les problèmes d'application de la procédure de maintien de cours ne donne pas une solution définitive à l'appréciation de la notion de bloc de contrôle.

Au cours des dernières années la C.O.B. a toujours considéré, dans les situations ne conférant pas la majorité absolue des droits de vote à l'acquéreur, qu'il importait de prendre également en considération tous les éléments qui éclairent la situation de ce dernier dans la société par rapport aux autres actionnaires. En l'espèce le protocole du 29 juillet 1983 matérialisait le souhait de la C.G.E. de ne plus assurer le contrôle de S.G.E.-S.B. et témoignait de ce que Saint-Gobain acceptait alors de se substituer à elle dans l'exercice des responsabilités de la gestion.

Le tribunal a d'ailleurs rappelé que la décision générale de la Commission des opérations de bourse du 27 février 1973 « impose de recourir à la procédure de négociation des blocs de contrôle et de maintien de cours dans les conditions prescrites par le règlement général de la Compagnie des agents de change, pour les cessions de blocs d'action conférant le contrôle d'une société par d'autres voies que l'acquisition directe en bourse même lorsqu'elles ne sont pas soumises aux dispositions dudit règlement général ».

Ce jugement ayant été frappé d'appel par les demandeurs il appartient désormais à la Cour d'appel de Paris de se prononcer sur l'importante question de principe qui lui est soumise. Pour sa part, la Commission restera attentive à la protection des autres actionnaires dans les cas exceptionnels où les circonstances conduiront à considérer que le contrôle résulte d'une acquisition de titres même inférieure à 33 %.

C. — LES FRANCHISSEMENTS DE SEUILS

La loi n° 85-705 du 12 juillet 1985 avait imposé une réglementation concernant l'obligation d'information à l'occasion du franchissement de certains seuils de participation dans le capital des sociétés par actions (voir bulletin de la Commission des opérations de bourse n° 184).

Les articles 57 à 60 de la loi n° 87-416 du 17 juin 1987 sur l'épargne ont modifié :

- le régime des déclarations prises de participation dans le capital des sociétés ayant leur siège social sur le territoire de la République française ;
- le régime des sanctions attachées au non respect de l'obligation de déclaration de prises de participation.

1) Déclaration des participations détenues dans le capital des sociétés ayant leur siège social en France

a) *Nouveaux seuils de participations instaurés par la loi :*

La loi du 17 juin 1987 introduit deux nouveaux seuils de participation dans un capital d'une société, celui de 5 % et celui de 20 %.

En conséquence, l'obligation de déclaration s'applique désormais à toute personne physique ou morale qui vient à posséder plus du vingtième, du dixième, du cinquième, du tiers ou de la moitié du capital social d'une société. Les mêmes seuils doivent être pris en compte pour déclarer une participation devenue inférieure au pourcentage du capital détenu jusqu'à présent.

b) *Obligation de déclaration supplémentaire prévue par les statuts :*

La loi du 17 juin 1987 permet aux sociétés de prévoir dans leurs statuts une obligation supplémentaire d'information portant sur la détention de fractions de capital inférieures à celles prévues par la loi. Elles ne sauraient toutefois être inférieures à 0,5 % du capital social.

c) *Délais de notification de participation :*

Désormais, la société doit être informée des prises de participation dans son capital dans un délai de 15 jours, et non d'un mois comme par le passé.

En revanche, le délai de 5 jours, pour adresser la même déclaration à la Chambre syndicale des agents de change lorsque les actions de la société sont inscrites à la cote officielle d'une bourse de valeurs ou à la cote du second marché, n'a pas été modifié.

2) Sanctions du non-respect de l'obligation de déclaration de prises de participation

a) *L'obligation de déclaration imposée par la loi :*

En cas de non-respect de cette obligation, la loi du 12 janvier 1985 n'avait prévu qu'une amende de 6 000 F à 120 000 F. Désormais, ce système de sanctions est complété par la suppression du droit de vote des actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée, lorsque ces actions sont inscrites à la cote officielle d'une bourse de valeurs ou à celle du second marché. Les actions visées sont privées de ce droit pour toute assemblée d'actionnaires qui se tiendrait jusqu'à l'expiration d'un délai de trois mois suivant la date de régularisation de la notification prévue par la loi.

b) *L'obligation de déclaration imposée par les statuts :*

Le même régime de suppression de droit de vote peut être mis en place en cas de non-respect de l'obligation de déclaration prévue dans les statuts à condition :

- que cette sanction soit également prévue par les statuts ;
- que l'un ou plusieurs actionnaires détenant au moins 5 % du capital social le demandent expressément ;
- que cette demande soit consignée dans un procès-verbal de l'assemblée générale.

L'ensemble des modifications ne concerne que les seuls franchissements de seuils intervenus depuis l'entrée en application de la loi du 17 juin 1987.

La Commission surveille en permanence l'évolution du volume de transactions réalisées sur chaque valeur. Elle procède à des contrôles lorsqu'elle estime que des seuils de participation donnant lieu à des déclarations publiques, en vertu de l'article 356-1 de la loi sur les sociétés ont pu être franchis.

3) Enquêtes sur les franchissements de seuil

Plusieurs enquêtes de ce type ont été entreprises en 1987. Elles ont permis d'établir dans trois cas des défauts de déclaration de franchissement de seuil concernant les sociétés : S.D.R. Nord-Pas-de-Calais, S.L.E.I.-R.E.P., Magasins Généraux de Lyon Gerland. Ils ont été, comme l'exige la loi, signalés au Parquet. Celui-ci a classé sans suite ces dossiers estimant que les faits susceptibles d'être qualifiés pénalement qui avaient été relevés, résultaient en définitive d'une ignorance des textes ou de leurs difficultés d'application en certaines circonstances, par exemple en cas de fusion. Au surplus les situations ont été à chaque fois régularisées.

Enquête sur le marché du titre Prouvost

Les acquisitions massives de titres de la Société Prouvost S.A. par la Société Chargeurs S.A. durant l'été 1987 ont fait l'objet d'un contrôle de la Commission afin que les déclarations de franchissements de seuils successifs soient effectuées dans les formes et délais légaux.

Cette affaire a notamment mis en évidence une lacune de la réglementation boursière actuellement en vigueur en France. Celle-ci n'interdit pas en effet expressément une prise de contrôle par ramassage de titres.

Compte tenu de la hausse anormale du cours et du volume d'actions traitées quotidiennement pendant le mois de juillet, la Commission décida le 6 août 1987 de faire procéder à une enquête sur le marché du titre.

La physionomie du capital de Prouvost S.A. telle qu'elle apparaît à la fin de l'été dernier est la conséquence non seulement des opérations effectuées sur les titres de la société en juillet-août 1987 mais aussi des montages financiers mis en place dans le passé, montages dont le dénouement est intervenu dans le courant de l'année dernière.

a) *Les faits*

Des actionnaires de la Société Prouvost, représentant environ 20 % en capital, ayant en 1987 désiré se défaire de leurs actions, un montage financier a été mis au point avec l'aide du Crédit Lyonnais pour le reclassement provisoire de ces titres.

Une filiale du Crédit Lyonnais, la S.A.F.I.T, dont le capital a été augmenté grâce à la souscription par cinq banques d'obligations convertibles, a racheté la participation en cause et l'a conservée de 1983 à 1987.

b) *Les opérations de restructuration du capital de Prouvost*

Deux autres sociétés sont intervenues dans la restructuration du capital de Prouvost : V.E.V et l'A.F.I.D. La première était une société de textile qui détenait, à fin 1984, 14,05 % du capital de Prouvost. La seconde était une société d'investissement contrôlée par M. A qui avait acquis progressivement un peu plus de 20 % du capital de V.E.V.

c) *Les franchissements de seuil*

En 1986, la V.E.V. avait, outre l'A.F.I.D., deux actionnaires importants à savoir la Banque Mirabaud et la société Unigestion, sociétés de droit suisse détenant chacune un peu moins de 10 % du capital. Ces deux actionnaires décidèrent, en décembre 1986, de céder les titres qu'ils détenaient, titres qui furent acquis respectivement par M. A et la Banque Rivaud, cette dernière disposant alors d'une participation supérieure à 10 % et faisant la déclaration de franchissement de seuil correspondante (avis 87-16). Le 21 décembre 1986, la Banque Rivaud consentit à M. A un droit de préemption sur les 14 528 titres qu'elle détenait ; ce droit de préemption fut transformé en contrats optionnels enregistrés auprès de la Chambre syndicale des Agents de Change, le 24 décembre 1986 et le 7 janvier 1987. A la suite de ces opérations, M. A franchit globalement (30,16 %), directement (9,90 %) et indirectement via l'A.F.I.D. (20,26 %), le seuil de 10 % dans le capital de V.E.V. Si l'on tient compte des deux contrats optionnels, exerçables en décembre 1987 et janvier 1989, la participation directe et indirecte dépassait le seuil de 33,33 % ; or, aucune déclaration de franchissement de seuil ne fut effectuée. En outre M. A contrôlant directement ou indirectement V.E.V. aurait dû déclarer détenir, via cette dernière société, plus de 10 % du capital de Prouvost S.A.

L'opération de reclassement provisoire de 16 % du capital de Prouvost S.A. mise en place en 1983 par l'intermédiaire de la S.A.F.I.T., société au capital détenu par 5 banques, connut son dénouement dans le courant de l'été dernier ; le 23 juillet 1987, l'A.F.I.D. procéda à la conversion en actions ordinaires des 168 000 obligations S.A.F.I.T. qu'elle détenait et de ce fait prit le contrôle (90,49 %) de cette société ; dès lors l'A.F.I.D., possédant directement (0,86 %) et indirectement via la S.A.F.I.T. (16,34 %) plus de 10 % du capital de Prouvost S.A., aurait dû normalement faire une déclaration de franchissement de seuil ; à la même date M. A, contrôlant, rappelons-le, l'A.F.I.D., la S.A.F.I.T. et V.E.V., détenait par l'intermédiaire de ces trois sociétés plus de 33,33 % du capital de Prouvost S.A. mais s'abstint également de toute notification auprès des services de la Chambre syndicale.

La Commission a donc décidé de transmettre au Parquet les infractions commises aux dispositions sur les franchissements de seuils par M. A et l'A.F.I.D.

Par ailleurs, les investigations effectuées sur le marché du titre Prouvost pendant l'été 1987 n'ont permis de déceler aucune irrégularité en matière de franchissement de seuil de la part de la Société Chargeurs S.A.

VI. — Respect des règles d'appel public à l'épargne

A. — LA NOTION D'APPEL PUBLIC A L'ÉPARGNE

Aux termes de l'article 72 de la loi du 24 juillet 1966 : « sont réputés faire publiquement appel public à l'épargne les sociétés dont les titres sont inscrits à la cote officielle ou à celle du second marché d'une bourse de valeurs à dater de cette inscription ou qui, pour le placement des titres quels qu'ils soient, ont recours soit à des établissements de crédit, soit à des établissements mentionnés à l'article 99 de la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 relative à l'autorité et au contrôle des établissements de crédit, ou agents de change, soit à des procédés de publicité quelconque, soit au démarchage ».

La Commission des opérations de bourse avait constamment rappelé dès l'origine que l'énumération donnée par l'article 72 n'avait pas un caractère limitatif et que d'autres éléments que ceux précisés par le texte pouvaient être pris en considération. Une société doit être considérée comme entrant dans la catégorie des sociétés faisant appel public à l'épargne, non seulement lorsqu'il est démontré qu'elle a utilisé l'un des moyens énumérés à l'article 72 (inscription des titres à une cote officielle, placement par l'intermédiaire d'un professionnel, publicité et démarchage), mais encore compte tenu de la diffusion de ses titres dans le public. Ce critère est devenu un fait essentiel. Il en résulte qu'une société qui comprend plusieurs centaines d'actionnaires, même s'il n'est pas établi qu'elle a utilisé l'un des moyens techniques permettant de faire publiquement appel à l'épargne, est considérée comme faisant publiquement appel à l'épargne.

C'est en raison de cette position qu'une société qui n'a pas elle-même pris l'initiative d'utiliser un des procédés énumérés à l'article 72 de la loi de 1966 sur les sociétés commerciales au moment du placement initial des titres, peut avoir un nombre d'actionnaires supérieur à 300, et devoir faire une note d'information lors d'une augmentation de capital, si celle-ci s'adresse à l'ensemble des actionnaires.

Le degré de diffusion des titres peut donc résulter d'une situation de fait qui confère à une société, sans qu'elle en ait pris l'initiative, le statut de société faisant publiquement appel à l'épargne.

Les services de la Commission des opérations de bourse retiennent en pratique depuis plusieurs années le nombre de 300 souscripteurs pour caractériser, même en l'absence des procédés énumérés à l'article 72, une situation d'appel public à l'épargne, critère identique à celui qui est utilisé aux États-Unis.

Cette position s'est imposée pour assurer une protection efficace de l'épargne.

B. — LES PROBLÈMES D'APPEL PUBLIC A L'ÉPARGNE SOU MIS A LA COMMISSION DES OPÉRATIONS DE BOURSE

1. La Commission des opérations de bourse est fréquemment interrogée par des sociétés souhaitant savoir si elles possèdent toujours le statut de sociétés faisant appel public à l'épargne, ou bien si elles peuvent être considérées comme ayant perdu ce statut.

Le législateur n'a pas fixé de terme à la situation d'une société ayant satisfait aux critères de la présomption légale d'appel public à l'épargne. Toute société considérée comme faisant publiquement appel à l'épargne est censée avoir distribué ses titres au public.

Dès lors, la Commission des opérations de bourse veille à ce que les mesures de protection instituées par le législateur en faveur des porteurs de ces titres soient maintenues dans le temps tant que la preuve n'est pas rapportée que la société s'est « refermée ».

Il appartient en conséquence à la société concernée d'apporter la preuve que ses titres ne font plus l'objet d'une dispersion dans le public.

Un élément essentiel d'appréciation permettant de savoir si une société fait ou non appel public à l'épargne est en effet le degré de diffusion effective des titres dans le public.

Afin d'apprécier si le statut de société faisant appel public à l'épargne doit s'appliquer ou non, la Commission des opérations de bourse a élaboré un questionnaire-type dans le but de dégager, en fonction des renseignements qui lui sont fournis par ce moyen, un certain nombre de critères permettant de conclure au caractère « fermé » de la société concernée.

Ce questionnaire-type est à la disposition des sociétés qui souhaitent pouvoir interroger la Commission des opérations de bourse sur leur situation au regard des règles relatives à l'appel public à l'épargne.

2. L'attention de la Commission des opérations de bourse a été attirée sur le fait que certaines sociétés françaises inscrites à la cote officielle ou à la cote du second marché avaient procédé ou avaient l'intention de procéder à l'émission ou au placement de titres de capital (actions) ou donnant accès à des titres de capital (bons de souscription, obligations à bons de souscription, obligations convertibles ou remboursables en actions) sans visa préalable de la Commission des opérations de bourse, en se fondant, de leur propre chef, sur le fait que ces émissions étaient réalisées hors de France.

Compte tenu de la liberté d'acquisition des titres dont bénéficient les résidents français, et de la vocation des titres de capital auxquels ils donnent accès à être cotés sur une bourse française par assimilation pure et simple à des titres identiques déjà cotés, les titres ainsi émis ne peuvent être considérés, de l'avis de la Commission des opérations de bourse, comme étant exclusivement destinés à être souscrits et détenus par des non-résidents. Leur émission est donc subordonnée au visa de la Commission des opérations de bourse, ainsi que celle-ci l'a constamment rappelé dans ses rapports annuels (rapport annuel 1982, p. 19, 1983, p. 24 et 25 et ci-dessus p. 102, 103 et 110).

3. La Commission a rappelé enfin que l'obligation du visa préalable des opérations réalisées par appel public à l'épargne est une disposition d'ordre public sanctionnée par l'article 10 de l'ordonnance du 28 septembre 1967. En outre, les dispositions nouvelles de l'article 4-2 de cette ordonnance qui permet à la Commission des opérations de bourse de demander en justice la suspension des opérations portant atteinte aux droits des épargnants pourraient trouver à s'appliquer.

C'est du reste ce qu'elle a fait dans l'affaire Herrikoa évoquée ci-dessous.

C. — DÉCISIONS JUDICIAIRES RENDUES DANS L'AFFAIRE HERRIKOA

La Commission a, dans le cadre de cette affaire, fait pour la première fois application de l'article 4-2 de l'ordonnance du 28 septembre 1967.

Introduit par la loi du 14 décembre 1985, cet article permet au Président de la Commission d'agir en justice s'il est constaté une pratique contraire aux dispositions législatives ou réglementaires de nature à porter atteinte aux droits des épargnants.

Il s'agit d'une procédure spécifique. Son but est de voir ordonner à la personne responsable de la pratique litigieuse de se conformer aux dispositions, de mettre fin à l'irrégularité ou d'en supprimer les effets.

La compétence pour connaître de cette action est donnée au Président du tribunal de Grande Instance de Paris qui statue en la forme des référés.

1) Le cas de l'espèce

La société Herrikoa dont le siège est fixé à Bayonne et ayant pour objet la « participation à toutes activités propres à la création d'emplois en Pays Basque », a procédé sans avoir au préalable soumis au visa de la Commission des opérations de bourse une note d'information, entre le 10 octobre 1987 et le 10 janvier 1988, période d'ouverture des souscriptions, à une opération d'augmentation de capital qui présentait incontestablement, en raison des procédés utilisés pour placer les actions auprès des souscripteurs sollicités (diffusion d'une plaquette publicitaire et actes de démarchage) le caractère d'une opération réalisée par voie d'appel public à l'épargne.

La société Herrikoa ayant ainsi enfreint les dispositions des articles 6 et 7 de l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967 mettant à la charge de toute société qui fait publiquement appel à l'épargne pour émettre des valeurs mobilières l'obligation de publier un document d'information revêtu du visa de la Commission des opérations de bourse, qui décidait, au mois de décembre 1987, de saisir le parquet de Bayonne des infractions pénales qu'elle avait constatées.

Ayant été informée, au mois de janvier 1988, que le dirigeant de la société Herrikoa, Monsieur Noblia, entendait néanmoins se faire délivrer par le dépositaire les fonds illicitement recueillis auprès des souscripteurs, la Commission prenait alors la décision de faire application de l'article 4-2 de l'ordonnance du 28 septembre 1967.

La société Herrikoa en la personne de son Président Directeur Général était assignée et l'affaire était plaidée le 15 février.

2) Les décisions intervenues

Le Tribunal a rendu son jugement le 22 février. Il a déclaré le Président de la Commission des opérations de bourse recevable en son action et a fait droit à sa demande en ordonnant à la société Herrikoa de cesser l'opération d'augmentation de capital irrégulièrement engagée. Les juges ont prononcé le séquestre des fonds déposés à titre de souscription, et ont décidé que soit restitué à chaque souscripteur le montant de sa participation à l'augmentation de capital litigieuse.

Sur appel, la cour a, le 28 mars 1988, réaffirmé que l'irrégularité établie à la charge de la société Herrikoa est, à elle seule et par elle-même, de nature à porter atteinte aux droits des épargnants en privant ceux-ci de la nécessaire information, préalable à toute décision de souscription.

Cependant, cette juridiction a pris en considération « l'intérêt général » qui s'attache à l'objet de la société Herrikoa, et lui a pour cette raison permis « de se conformer aux obligations légales impératives qu'elle a transgressées et de mettre ainsi fin à ses frais aux irrégularités nées de son comportement ».

La cour a, en conséquence, ordonné à la société Herrikoa de suspendre immédiatement l'opération jusqu'à ce que la continuation en ait été autorisée par la Commission des opérations de bourse.

Elle a accordé à la société appelante un délai d'un mois pour soumettre à la Commission des opérations de bourse un projet de note d'information. Si la Commission des opérations de bourse n'estime pas devoir accorder le visa, la société Herrikoa devra assurer le remboursement des souscripteurs à ses frais et sous le contrôle d'un mandataire de justice.

Dans l'hypothèse de la délivrance du visa, la société en cause devra rembourser les souscripteurs qui, au vu du document visé, n'auront pas confirmé leur engagement.

Par décision en date du 24 mai 1988, la Commission a accordé un visa assorti d'un avertissement ainsi rédigé :

« — Conformément à la décision de la Cour d'Appel de Paris du 28 mars 1988, la présente note d'information est destinée à la régularisation de l'augmentation de capital engagée en octobre 1987 selon une procédure non conforme aux règles d'appel public à l'épargne.

— L'attention des souscripteurs est attirée sur l'absence de liquidité des titres proposés. Il ne sera pas organisé de marché à l'initiative de la société.

— Il existe une clause d'agrément dans les statuts de la société. »

CHAPITRE IV

L'information

I. — L'information permanente

L'évolution du marché boursier — développement et internationalisation des transactions — est une nouvelle occasion de rappeler que si la modernisation de la bourse est liée à l'adoption de nouvelles techniques de négociation, elle est également subordonnée à l'amélioration de l'information, en particulier de l'information dite permanente.

Cette notion recouvre l'obligation pour toute société cotée en bourse de faire connaître au public dans les meilleurs délais tout fait important de nature à influencer sur les cours des titres. Elle est prévue par un texte réglementaire pour les sociétés admises à la cote officielle (article 6 du règlement 87-01 de la COB) et contractuelle pour celles admises à la cote du second marché (engagements souscrits lors de l'introduction). Mais elle n'est jamais mieux assurée que lorsqu'elle est diffusée de manière spontanée par les dirigeants d'entreprise soucieux de la crédibilité de leur société et conscients de leur responsabilité à l'égard du marché.

Tout fait pouvant avoir une incidence significative sur les cours doit faire l'objet d'une publication afin de garantir l'égalité des intervenants sur le marché et d'éviter les opérations d'initiés au détriment du public.

Il est difficile de prétendre dresser une liste exhaustive des types de faits relevant de l'information permanente. A la lumière de l'expérience, il s'avère que généralement les dirigeants d'entreprises ont aisément conscience de la nature des événements susceptibles d'influer sur le cours du titre qu'ils se doivent de porter à la connaissance du public.

Néanmoins, il est parfois difficile d'obtenir que l'information soit fournie de manière précise et complète. C'est ainsi, par exemple, que toute acquisition ou cession importante de filiale doit être annoncée avec les données chiffrées de nature à permettre d'en apprécier l'incidence sur l'activité et les résultats (prix d'achat ou de vente, chiffre d'affaires et résultat apportés, plus ou moins-values, etc.).

En outre, les sociétés sont souvent réticentes à procéder à une mise au point par un communiqué officiel en cas de rumeurs conduisant à des mouvements anormaux des cours et des transactions ou en cas de diffusion d'indications fausses ou incomplètes. Cette mise au point est d'autant plus

nécessaire que l'apparition de nouveaux produits financiers, telles les options négociables, accroît le risque des opérateurs de par l'effet de levier procuré aux capitaux investis. Elle doit comporter la fourniture de l'information correcte, voire un démenti ou même la simple déclaration selon laquelle aucun fait connu de la société ne justifie l'évolution anormale observée sur le marché.

C'est surtout le délai d'annonce d'un événement par rapport à sa survenance qui pose problème. Des règles précises pour définir la notion de « dans les meilleurs délais » sont délicates à formaliser. D'une manière générale un *premier principe* peut être défini suivant lequel la publication doit être effectuée dès que la confidentialité d'une information importante n'est plus garantie, prévenant ainsi toute anomalie sur le marché.

En fait, une bonne politique d'information implique la publication de tout fait important dès que les incertitudes sur sa réalisation disparaissent : connaissance de résultats dès l'établissement des comptes, avant même leur arrêté par les organes d'administration, conclusions d'accords de principe, etc.

Il importe, cependant, que les dirigeants fassent preuve de prudence. La Commission a mené des investigations en 1987 sur les raisons pour lesquelles les dirigeants du groupe Casino, après avoir annoncé le 30 octobre 1986 que les actionnaires de la filiale Cedis seraient convoqués en assemblée générale afin d'approuver la distribution d'un dividende exceptionnel prélevé sur les réserves, avaient fait savoir le 10 novembre que « pour des raisons d'organisation financière et fiscale » un prochain conseil d'administration de Cedis était convoqué en vue d'annuler cette proposition de distribution.

Ces deux communiqués contradictoires ont entraîné d'importantes perturbations sur le marché. La Commission a constaté que le premier communiqué avait été diffusé, en fait, avant une analyse complète des différentes conséquences de l'opération. Il est regrettable que les dirigeants aient fait preuve d'imprudence en informant avant d'avoir vérifié si l'opération reposait sur une analyse fiable de la situation des établissements concernés et si elle était ou non de nature à nuire aux intérêts des actionnaires minoritaires. La Commission a fait connaître publiquement ses constatations.

Un *deuxième principe* pourrait être fixé selon lequel la publication doit être faite dès que l'anomalie a été constatée sur le marché : la Commission a pu observer que dans ces cas les dirigeants d'entreprise, interrogés par ses services, ont en fait tardé à annoncer un fait déjà acquis même si sa réalisation était subordonnée à une ou plusieurs conditions.

Ainsi la hausse du titre Olida le 5 et le 6 février 1987 (+ 7 % et + 9 % respectivement) dans un marché plus actif (de 50 à 60 000 titres au cours de chacune de ces séances contre 7 à 8 000 titres par jour précédemment) a précédé l'annonce le 7 février de l'accord relatif à l'ouverture du capital de la société hollandaise Maxhill B.V., principal actionnaire de la société, accord subordonné à l'autorisation du ministère des Finances. Il est apparu que cette information aurait pu être diffusée dès le 5 février. En fait, le protocole afférent à l'ouverture du capital de Maxhill était aussi subordonné à l'arrêté des comptes par le conseil et comportait une échéance (15 mars), conditions qui n'ont pas été portées à la connaissance du public. Ce n'est que plusieurs

semaines après cette date limite que l'annonce a été faite du retrait de la proposition de reprise de Maxhill. La Commission a fait part aux dirigeants de Maxhill de ses observations sur le caractère imprécis et tardif de l'information.

A l'inverse, les conditions de l'entrée de nouveaux associés début mai 1987 ont été diffusées clairement et sans retard préjudiciable à l'évolution du marché du titre.

Dans les cas où plusieurs séances de bourse peuvent se dérouler entre le moment où un événement important est probable et le moment où sa réalisation devient irréversible, seule la suspension de cotation permet d'assurer l'égalité des intervenants sur le marché. Ce fut le cas, par exemple, en octobre 1987 pour le titre Vallourec. Apprenant le 2 octobre, alors que le marché du titre s'était animé sans explication logique, que se déroulaient des négociations sur le rééchelonnement de la dette de la société et que ses prévisions de perte pour l'année étaient nettement plus élevées que ce qui avait été publié antérieurement, les services de la Commission ont sollicité de la Chambre syndicale des Agents de change la suspension de cotation dans l'attente de la publication des résultats semestriels et des perspectives annuelles et de l'annonce du plan de redressement qui ne sont intervenues que le 26 octobre, permettant la reprise de la cotation le 28 octobre.

Le développement progressif de la cotation en continu, qui devrait concerner la totalité des actions à la fin de 1989, implique une vigilance accrue dans le domaine de l'information permanente. Il est inadmissible que les dirigeants d'une société cotée ne puissent pas être contactés par la Commission à tout moment pendant la durée des séances de bourse. Pour remédier à cet état de fait, la Commission, qui est l'autorité boursière chargée de veiller à l'information des opérateurs, demande la désignation par les sociétés cotées d'un responsable et d'un suppléant ayant la capacité de diffuser, à tout instant en accord avec elle, les informations indispensables. Si des défaillances sont constatées, elles peuvent être sanctionnées de deux manières. A titre exceptionnel, la Commission peut se substituer à la société négligente en publiant elle-même les informations portées à sa connaissance. Plus généralement, elle possède désormais (article 7 de la loi sur les bourses de valeurs) la possibilité de requérir la suspension des cotations d'un titre et elle compte utiliser ce nouveau moyen dès que la publication d'une information paraîtra nécessaire à la protection des intervenants sur le marché.

Il est vrai que la diffusion d'informations en cours de séance ne peut pas être assurée pour le moment dans des conditions techniques satisfaisantes (cf. infra : la diffusion de l'information) dans la mesure où seule la voie des agences de presse, non accessible à l'ensemble du public, est utilisable. Dans la plupart des cas, cependant, le communiqué inséré dans la presse et publié avant la séance de bourse constitue le moyen le mieux approprié.

LES SOCIÉTÉS EN DIFFICULTÉ

La Commission a eu l'occasion à plusieurs reprises dans ses rapports précédents d'insister sur la nécessité d'informer rapidement le marché en cas d'évolution défavorable des résultats par rapport aux prévisions optimistes annoncées. Deux cas, relevés sur le second marché, peuvent illustrer les manquements encore observés dans ce domaine.

La Centre Français de Télé-Informatique « C.F.T.I. », spécialisé dans la prestation de services informatiques, a été introduit sur le second marché de la bourse de Paris le 3 juin 1986. A cette occasion la société fit part de prévisions très favorables en matière de chiffre d'affaires 1986 (150 millions de francs) et de résultat (12 millions de bénéfice). Ces prévisions furent révisées en baisse en janvier puis février 1987. A cette dernière date la société révisa également en baisse les prévisions faites en début d'année sur son résultat 1987 dont l'estimation fut ramenée de 17 millions de francs à 14 millions de francs.

Ces corrections furent insuffisantes ; le 5 mai 1987 la société annonça qu'en définitive le bénéfice de l'exercice 1986 n'était que de 8,8 millions de francs sans fournir d'explication sur les raisons de cette baisse par rapport aux prévisions. De même à fin mai 1987, les prévisions de résultats pour 1987 furent-elles ramenées à 12 millions de francs. Puis le 21 juillet 1987, un communiqué de la société annonce que le résultat net courant attendu pour 1987 serait une perte de 8 à 10 millions de francs, annonce suivie par la démission du Président le 24 juillet. Le 8 septembre 1987, la société faisait paraître un communiqué indiquant la volonté de certains des principaux actionnaires de mettre en oeuvre des solutions aux difficultés rencontrées par la société. Puis le 17 décembre, le public apprenait tout à la fois la nomination d'un administrateur judiciaire et le fait que la société pourrait être amenée à cesser toute activité. Aucune information qui aurait permis de prévoir une telle évolution n'avait été publiée par la société pendant plus de trois mois. La Commission a entrepris une enquête sur l'ensemble du dossier.

De même, l'information diffusée par la Société Française d'Extrusion et de Calandrage « S.F.E.C. » n'a pas été satisfaisante. Cette société de fabrication de feuilles de matière plastique a été introduite sur le second marché de la bourse de Nancy en 1983. Les difficultés qu'elle a connues à partir de 1986 ont fait l'objet d'une information insuffisante.

Les comptes provisoires de l'exercice 1986 qui dégageaient un déficit important ont été publiés avec un long retard puisqu'ils n'ont été connus que le 10 juin ; de même le chiffre d'affaires du premier trimestre 1987 a été publié avec un mois de retard par rapport au délai légal. Pendant cette période la société avait seulement publié en mars 1987 un communiqué indiquant que le résultat 1986 serait déficitaire mais que le développement de son activité se poursuivrait. En juillet 1987, la S.F.E.C. demandait à bénéficier de la procédure de règlement amiable prévue par l'article 34 de la loi du 1^{er} mars 1984. Conformément aux dispositions de l'article 35 de ladite loi, les informations recueillies lors de cette procédure doivent rester confidentielles, ce qui interdit l'information du public. Cette situation a conduit la Commission à demander la suspension de la cotation de la société qui a été maintenue jusqu'au dépôt de bilan intervenu le 4 septembre 1987. La Commission a attiré l'attention du Garde des sceaux sur l'incompatibilité des dispositions de l'article 35 avec les règles d'information du public.

II. — L'information périodique

A. — PUBLICATION DES COMPTES ANNUELS

Les retards des publication de comptes annuels au B.A.L.O. sont restés très importants en 1987 : au 30 avril, 27 % seulement des sociétés inscrites à la cote officielle dont l'exercice coïncide avec l'année civile avaient fait paraître leurs projets de comptes annuels (22 % en 1986). Au 31 mai, soit un mois après l'échéance réglementaire, le quart des sociétés concernées n'avaient encore procédé à aucune publication. La Commission a publié dans son Bulletin mensuel (n° 205, juillet 1987) la liste des vingt-six sociétés qui étaient encore défailtantes au 15 juin.

Trois ans après l'adoption de nouvelles dispositions, l'amélioration de l'information souhaitée par le législateur grâce à la publication de comptes annuels préalablement à l'assemblée n'est donc pas encore entrée dans les faits. Ce constat montre la nécessité de mettre en oeuvre un dispositif plus moderne de diffusion de l'information (cf. page 179) qui devrait permettre de remédier à cette situation. Mais il importe avant tout que les dirigeants de sociétés prennent enfin conscience des règles d'information d'un marché moderne et exigent de leurs collaborateurs l'adoption des mesures appropriées pour arrêter les comptes dans des délais plus rapides.

A l'occasion de son rapport annuel précédent, la Commission s'était élevée contre la publication au B.A.L.O. de certifications de commissaires aux comptes partiellement reprises omettant, en particulier, les réserves ou observations dont les commissaires aux comptes avaient assorti leur certification. Les services de la Commission doivent remarquer qu'un certain nombre de sociétés n'ont pas tenu compte de cet avis. A cet égard, il est souhaitable que l'extrait du rapport des commissaires aux comptes publié au B.A.L.O. après approbation des comptes sociaux et, le cas échéant, consolidés des sociétés cotées soit établi par les commissaires aux comptes eux-mêmes et qu'aucune modification n'y soit apportée à l'initiative de la société ou des services de l'administration du B.A.L.O.

Publication des comptes consolidés

Les retards observés dans la publication des comptes annuels individuels sont encore plus accentués en ce qui concerne les comptes consolidés.

Sur plus de cent soixante sociétés qui ont fait paraître leurs comptes consolidés en même temps que les comptes annuels avant leur assemblée ordinaire, trente-trois seulement ont procédé à cette publication avant le 30 avril.

En septembre 1986, la Commission avait adressé aux sociétés qui publient des comptes consolidés la recommandation de faire leurs meilleurs efforts pour publier ceux-ci avant l'expiration du quatrième mois suivant la clôture de l'exercice, conformément aux dispositions de l'article 295 du décret du 23 mars 1967 qui impose la publication des comptes consolidés dans ce délai au B.A.L.O. « s'ils sont disponibles ».

La Commission faisait suivre cette recommandation de considérations sur divers obstacles susceptibles de ralentir l'établissement et la publication de comptes consolidés et la possibilité de les surmonter. Elle ajoutait également qu'en vue de réduire les coûts de publication, les sociétés qui le souhaiteraient pourraient publier un bilan, un compte de résultats et une annexe simplifiés. Elle ne se dissimulait pas que certains groupes ne pourraient parvenir à ce résultat qu'après des délais variables, mais les statistiques de publication ont mis en évidence une situation suffisamment mauvaise pour que la Commission fasse une étude approfondie des raisons des retards ou absence de publication et pour qu'en novembre 1987 elle réitére avec une insistance toute particulière sa recommandation de septembre 1986.

Les sociétés retardataires se divisent en trois catégories : les sociétés qui pour des raisons diverses n'étaient pas en mesure de publier leurs comptes consolidés dans le délai de quatre mois ; les sociétés dont les comptes étaient disponibles comme en fait foi, dans des cas assez nombreux, la date du rapport des commissaires aux comptes mais qui, pour des raisons inexplicables, ont négligé de publier dans le délai imparti, contrevenant ainsi aux dispositions de l'article 295 du décret ; les sociétés enfin, assez nombreuses, qui ont adressé leurs comptes consolidés à l'administration des journaux officiels dans le courant du mois d'avril 1987 en vue d'une publication au B.A.L.O. avant le 30 avril et qui n'ont pu obtenir celle-ci qu'en mai, voire au début de juin, en raison de l'engorgement provoqué par l'afflux des demandes de publication pendant cette période de l'année.

Ces constatations, pour décevantes qu'elles soient, autorisent l'espoir d'une amélioration sensible en 1988. En effet, les sociétés qui ne disposaient pas encore de procédures administratives et comptables leur permettant d'établir des comptes consolidés dans des délais raisonnables auront, pour une partie d'entre elles au moins, progressé.

Dans sa recommandation 87-02 du 24 novembre 1987, qui rend caduque celle de septembre 1986, la Commission insiste sur le fait qu'il est indispensable pour toute société cotée de fournir au marché des comptes consolidés, les seuls qui soient réellement significatifs, dans des délais acceptables. La fin du quatrième mois suivant la fin de l'exercice donne aux sociétés françaises un délai plus long que celui dont bénéficient d'autres pays. A cette fin la Commission demande aux sociétés qui établissent des comptes consolidés :

- 1) d'entreprendre les démarches en vue de la publication de ces comptes dès qu'ils sont disponibles. Les comptes sont considérés comme disponibles dès lors qu'ils ont été examinés par le conseil d'administration ou le directoire et sans attendre la certification des commissaires aux comptes dès lors que ceux-ci, dûment informés de la transmission des comptes au conseil n'ont pas fait état d'objections. L'expérience a démontré, en effet, qu'au moment de leur transmission aux organes d'administration, les comptes consolidés ont, très souvent, subi l'essentiel des contrôles des commissaires aux comptes et qu'il a déjà été tenu compte de leurs observations ;

2) de mettre les comptes consolidés, y compris leurs annexes, à la disposition du public, dans les meilleurs délais après qu'ils ont été arrêtés par les organes d'administration. Cette mise à disposition permet à tout intéressé de prendre connaissance des comptes consolidés sans attendre la parution au B.A.L.O. qui, dans certains cas, peut n'avoir lieu que plusieurs semaines après le dépôt. Elle peut se faire par consultation au siège de la société, soit par tout autre moyen équivalent (envoi contre remboursement des frais administratifs ou publication dans un journal de diffusion nationale).

Au titre de l'obligation d'information permanente qui incombe aux sociétés cotées, celles-ci doivent publier un communiqué comportant les éléments significatifs des comptes consolidés et les commentaires appropriés avant la première séance de bourse suivant la réunion du conseil d'administration ou du directoire qui a établi les comptes consolidés annuels.

Par ailleurs, la Commission considère comme extrêmement utile que, suivant une pratique en vigueur dans plusieurs pays, les sociétés fassent connaître aussitôt que possible la date des réunions du conseil auquel seront soumis les comptes consolidés de l'exercice clos. Elle a proposé d'apporter son concours en demandant aux sociétés de lui communiquer ces dates qu'elle a publiées dans son Bulletin mensuel.

B. — LES PUBLICATIONS INTÉRIMAIRES

La ponctualité en matière de publication de rapports semestriels a été meilleure que l'année précédente (86,38 % dans le délai réglementaire de quatre mois, contre 77,84 % en 1986). Le contenu des publications s'est également amélioré et une part croissante des sociétés (cf. annexe IX) a diffusé des données semestrielles consolidées se conformant ainsi à la recommandation émise par la Commission le 30 septembre 1986 dans la perspective d'une prochaine obligation de publier le rapport semestriel sous forme consolidée.

En ce qui concerne les sociétés d'assurance, dont les caractères spécifiques d'activités et de méthodes de gestion rendent actuellement moins significatifs les résultats mesurés en cours d'exercice, et auxquelles en conséquence la réglementation n'impose pas la publication d'un tableau complet d'activité et de résultats semestriels (cf. Rapport 1986, page 63), des études ont été menées en vue de préciser les éléments chiffrés de résultat que ces sociétés devront inclure dans leur rapport semestriel.

Les services de la Commission ont pu s'appuyer pour ces études à la fois sur des travaux poursuivis par une commission du Conseil national de la comptabilité sur les comptes consolidés des groupes d'assurance, et sur les divers travaux préparatoires à une privatisation possible réalisés chez les trois groupes d'assurance du secteur public ayant déjà des actions cotées. En accord avec la direction des assurances du ministère de l'Économie et des Finances, des mesures techniques ont été mises au point en vue d'améliorer progressivement, sur une période de trois années, la précision et la fiabilité du chiffre de résultat semestriel consolidé requis par l'article 341-1 de la loi.

La publication par les trois groupes d'assurance cités ci-dessus de leur rapport semestriel consolidé accompagné des principaux éléments de compte de résultat consolidé du 1^{er} semestre 1987 a constitué une première application de cette démarche d'adaptation des publications semestrielles des sociétés d'assurance cotées pour tenir compte des particularités de leur activité, en conformité avec l'article 297-1 du décret sur les sociétés commerciales.

Règlement sur la publication du rapport semestriel sous forme consolidée

Comme elle l'avait annoncé, la Commission a utilisé le pouvoir que lui donne le décret du 23 mars 1967 de prescrire la publication à l'issue du premier semestre de l'exercice d'un rapport comportant des données consolidées.

Le *Journal officiel* du 30 janvier 1988 a publié le règlement 87-04 concernant la publication sous la forme consolidée du rapport semestriel visé à l'article 341-1 de la loi du 24 juillet 1966 et du tableau d'activité et de résultats visé à l'article 297-1 du décret du 23 mars 1967. Ce règlement, que la Commission a adopté le 10 novembre 1987, a été homologué le 7 janvier 1988 par le ministre d'État, ministre de l'Économie, des Finances et de la Privatisation. Ce règlement est applicable à partir du premier semestre des exercices ouverts après le 31 décembre 1987.

Il prévoit que la publication sous forme consolidée dispense la société mère de publier le rapport et le tableau individuels à condition que le rapport contienne les données chiffrées relatives au chiffre d'affaires et au résultat de la société mère.

Pour les sociétés qui n'ont pas suivi en 1987 la recommandation de la Commission du 30 septembre 1986, il n'existera pas de tableau d'activité et de résultats comparatif consolidé du premier semestre 1987 permettant de satisfaire aux dispositions réglementaires qui exigent que « chacun des postes du tableau comporte l'indication du chiffre relatif au poste correspondant de l'exercice précédent et du premier semestre de cet exercice ». Dans ces conditions, pour la première année d'application du nouveau règlement, ces sociétés publieront simultanément le tableau sous la forme consolidée avec pour chacun des postes le rappel du chiffre consolidé annuel et le tableau individuel de la société mère avec l'indication des chiffres correspondants de l'exercice précédent et du premier semestre de cet exercice.

Dans certains cas, les sociétés pourront avoir des raisons de penser que le délai réglementaire ne pourra pas être respecté du fait des délais de publication nécessaires au B.A.L.O. Dans de tels cas, il leur est suggéré, en vue d'assurer une information satisfaisante et rapide des actionnaires et du public, de publier sous forme de communiqué dans la presse les éléments les plus significatifs du rapport semestriel et du tableau d'activité et de résultats dès que ceux-ci sont disponibles et revêtus de l'attestation des commissaires aux comptes.

C. — L'INFORMATION A L'OCCASION DES ASSEMBLÉES ORDINAIRES

Les services de la Commission ont procédé comme chaque année à l'examen des rapports annuels des sociétés inscrites à la cote officielle. Une analyse approfondie a été faite sur les rapports des sociétés dont les actions sont admises au règlement mensuel. Les critères utilisés pour cette analyse ont été affinés par rapport à ceux appliqués au cours des années antérieures et adaptés en vue d'apprécier si ces documents contenaient les informations qui seraient requises dans les documents de référence tels que définis par la Commission (cf. page 160).

Les conclusions qui ressortent de cette analyse détaillée (cf. annexe X) font apparaître que 50 % seulement des rapports annuels comportent des informations relativement proches de celles fournies dans un document de référence et peuvent être considérés comme bons ou excellents ; en revanche 18 % sont très nettement insuffisants.

Le délai de diffusion de ces rapports pose toujours le même problème, la majorité des sociétés continuent de tenir leur assemblée dans le dernier mois de la période fixée par la loi (cf. annexe IX).

D. — L'INFORMATION DONNÉE PAR LES SOCIÉTÉS DU SECOND MARCHÉ

L'information périodique délivrée par les sociétés du second marché s'améliore progressivement mais implique encore des progrès importants.

Les rapports annuels ne respectent pas encore la totalité des recommandations de la Commission. Cependant on observe une amélioration de la qualité des rapports établis par les sociétés qui ont rédigé un prospectus financier à l'occasion de leur introduction. Toutefois on constate que les informations sur la répartition du capital, l'évolution des cours de bourse et des transactions ainsi que les données concernant les filiales et les participations sont souvent insuffisantes.

En matière de publication des comptes annuels provisoires dans les quatre mois suivant la clôture de l'exercice, la situation s'est sensiblement dégradée. Sur les cent trente sociétés ayant clos leur exercice le 31 décembre 1986, seules vingt-sept d'entre elles avaient effectué cette publication dans le délai réglementaire, trente et une autres ayant publié avant la fin mai et soixante-douze ayant publié leurs comptes avec un retard supérieur à un mois ou ayant purement et simplement omis de le faire.

On doit cependant remarquer que vingt-huit sociétés ont publié au B.A.L.O. des comptes consolidés, ce qui répond dès maintenant aux demandes de la Commission selon lesquelles les sociétés inscrites à la cote du second marché à partir du 1^{er} janvier 1987 devront établir des comptes consolidés à l'issue de la période probatoire de trois ans. Mais seules six de ces sociétés ont publié leurs comptes avant le 30 avril.

En ce qui concerne la publication des chiffres d'affaires trimestriels des sociétés dans un délai de quarante-cinq jours après la fin de chaque trimestre, de nombreux retards sont observés. Ils proviennent surtout des sociétés introduites depuis moins d'un an mais également des sociétés cotées depuis plus d'un an, environ 20 % de celles-ci n'ont pas effectué leur publication dans les quinze jours suivant la date réglementaire au cours de l'exercice 1987.

Cependant une certaine amélioration se fait puisque le pourcentage de sociétés qui publient leurs chiffres d'affaires trimestriels avec un retard supérieur à quinze jours a baissé de six points entre 1986 et 1987.

Il convient enfin de signaler la publication par une quarantaine de sociétés du second marché de comptes de résultats semestriels (et parmi ceux-ci environ un cinquième sous forme consolidée).

E. — LES OBLIGATIONS DES SOCIÉTÉS ÉTRANGÈRES

Les sociétés étrangères inscrites à la cote officielle ont des politiques d'information très disparates.

Si certaines d'entre elles, comme Sears Roebuck, Schlumberger, Nixdorf, Volvo ou Unilever diffusent régulièrement des informations à leurs actionnaires français, d'autres sont beaucoup plus négligentes. Ainsi Eastman Kodak ou ATT ne prennent aucune initiative à cet égard.

La Commission a résumé dans l'article 70 du règlement 87-01 les obligations d'information des sociétés étrangères, telles qu'elles résultent de la réglementation communautaire.

En effet, la directive 79/279/C.E.E. et la directive 82/121/C.E.E. déterminent les informations périodiques et occasionnelles que les sociétés cotées dans un État membre doivent fournir à leurs actionnaires.

Les textes applicables, communautaires et français, comportent une énumération des informations dont la publication est exigée mais précisent aussi que les sociétés doivent diffuser dans chaque pays de cotation des informations au moins équivalentes à celles qu'elles fournissent aux autres marchés pour autant que ces informations puissent avoir de l'importance pour l'évaluation des actions.

L'existence de cette disposition accroît la portée des réglementations nationales et communautaires.

Il en résulte que toute société dont les actions sont cotées sur plusieurs places est tenue de diffuser en France, et dans les autres pays de la C.E.E. où elle est cotée, les informations requises par le pays de cotation dont la réglementation est la plus exigeante. Il appartient par conséquent à chaque émetteur de déterminer dans le détail l'étendue de ses obligations d'information en fonction des règles des places sur lesquelles ses actions sont inscrites.

La Commission souligne l'importance qu'elle attache à la diffusion régulière d'informations périodiques et occasionnelles relatives à l'activité des sociétés, ainsi qu'à la nécessité de faire effectivement participer les actionnaires français aux opérations en capital réalisées par appel public à l'épargne.

Les sociétés étrangères inscrites à la cote officielle doivent publier chaque année, dans les six mois qui suivent la fin de chaque exercice, des comptes annuels consolidés et certifiés et un rapport de gestion retraçant les principales évolutions de la politique de la société et de son environnement.

Le fonctionnement et les résultats de chaque secteur d'activité ainsi que les événements exceptionnels qui ont eu une incidence sur la situation ou sur les résultats doivent être commentés. De même les acquisitions et les cessions qui ont modifié significativement le périmètre de consolidation doivent être mises en évidence.

Le rapport annuel qui reprend ces informations doit être mis à la disposition du public français.

La réglementation n'exige cependant pas qu'il soit intégralement traduit en français. Il suffit que la société fasse traduire des extraits substantiels permettant aux actionnaires de disposer des comptes de l'exercice écoulé et de connaître les orientations suivies et les principales décisions engageant l'avenir qui ont été prises au cours de cet exercice. Le choix des extraits traduits en français doit être effectué avec le souci d'informer objectivement les actionnaires français sur l'évolution récente et les perspectives de la société.

Des informations intérimaires relatives à l'activité du premier semestre de l'exercice doivent par ailleurs être publiées dans les quatre mois suivant la fin de ce semestre. Les sociétés doivent au moins faire connaître leur chiffre d'affaires et leur résultat net avant impôt sous forme consolidée.

Ces données intérimaires et en particulier les résultats semestriels ont en général moins de signification que les chiffres annuels. Elles doivent surtout être considérées comme des éléments permettant de mesurer l'évolution générale d'une société en cours d'exercice et faire l'objet d'un rapprochement avec les périodes comparables. C'est pourquoi les chiffres intérimaires correspondants de l'exercice précédent doivent être rappelés à l'occasion des publications intérimaires.

Naturellement les sociétés qui publient habituellement des informations trimestrielles doivent les diffuser en France dans les mêmes conditions.

Outre les informations périodiques annuelles et semi-annuelles les sociétés doivent publier dans les meilleurs délais les informations occasionnelles concernant des faits nouveaux importants de nature à provoquer une variation significative des cours de bourse.

Il est impossible d'énumérer a priori de manière exhaustive les différentes catégories d'informations correspondant à cette définition. On doit cependant considérer que les acquisitions et les cessions importantes, les gains et pertes exceptionnels, les changements de stratégie, les alliances avec de nouveaux partenaires ainsi que les offres publiques dans lesquelles les sociétés sont impliquées en font partie et doivent être rapidement portés à la connaissance des actionnaires français.

Les sociétés étrangères doivent adopter des moyens appropriés pour faire parvenir des informations périodiques ou occasionnelles à leurs actionnaires français. L'identité de ces actionnaires est fréquemment inconnue de la société dans les registres de laquelle figure seulement le nom de la SICOVAM qui fait fonction de « nommée ». La diffusion de documents par voie postale exige donc la coopération de la SICOVAM et des réseaux d'intermédiaires et s'impose surtout lorsque les actionnaires doivent émettre un vote ou participer à une opération financière.

Hormis ces cas et la diffusion du rapport annuel, l'action d'information doit donc prendre la forme d'insertions dans la presse financière. Les informations semestrielles ou occasionnelles peuvent ainsi faire l'objet d'avis clairs et complets publiés dans les principaux journaux et périodiques spécialisés.

Il est par ailleurs souhaitable que les dirigeants des sociétés étrangères cotées à Paris organisent régulièrement des réunions d'informations ouvertes sans discrimination aux actionnaires, aux analystes financiers et à la presse.

F. — L'INFORMATION REQUISE DES ÉMETTEURS DE BILLETS DE TRÉSORERIE

Si le nombre d'émetteurs de billets de trésorerie a peu varié durant l'année (cent émetteurs au 31 décembre 1986, quatre-vingt-quinze au 31 décembre 1987), le volume des émissions s'est accru : l'encours est passé de 23,6 à 40,8 milliards de francs

Les émetteurs ont très largement omis de respecter les nouvelles modalités de publication fixées par le décret n° 87-18 du 12 janvier 1987 qui a, d'une part, ramené de quatre à trois mois après la clôture du premier semestre le délai de publication du rapport semestriel et, d'autre part, substitué les « actifs réalisables et les passifs exigibles à un an au plus » aux « réalisables et exigibles à trois mois au plus » prévus précédemment dans l'établissement des situations trimestrielles de trésorerie.

A l'échéance du 30 septembre 1987, moins de 2 % seulement des entreprises émettrices avaient publié leur rapport semestriel. La Commission a été amenée à rappeler à chacune des entreprises défailtantes leurs obligations.

Face à ces carences et tirant les enseignements du premier incident de paiement enregistré sur des billets de trésorerie, les autorités concernées se sont concertées pour élaborer de nouvelles règles de publication qui ont fait l'objet du décret n° 88-141 du 10 février 1988.

En ce qui concerne les comptes annuels, point qui restait ambigu dans les textes antérieurs, toutes les entreprises émettrices devront désormais les publier dans les conditions requises pour les sociétés inscrites à la cote officielle (articles 295 et 296 modifiés du décret du 23 mars 1967).

En ce qui concerne le rapport semestriel et le tableau d'activité et de résultats, il doit être établi, le cas échéant, sous forme consolidée et publié dans les trois mois suivant la clôture du premier semestre pour les émetteurs ne faisant pas appel public à l'épargne et dans un délai de quatre mois pour les autres.

Ces obligations de publication doivent être satisfaites par les entreprises émettrices au cours d'un exercice, qu'elles aient encore ou non des billets en circulation.

Enfin, les publications doivent être effectuées au *BALO* pour les entreprises qui font appel public à l'épargne et dans un journal d'annonces légales à diffusion nationale pour les autres, les émetteurs devant envoyer un exemplaire de leurs publications non plus seulement à la Commission mais aussi à toute personne qui en fait la demande.

Par ailleurs, comme elle a annoncé dans son rapport pour l'année 1986 (page 65), la Commission a adopté un règlement et une instruction relatifs au prospectus à établir par les émetteurs de billets d'une durée supérieure à deux ans.

Le règlement 87-02 adopté le 31 mars 1987, homologué le 1^{er} juin par le ministre de l'économie et publié au *Journal officiel* du 11 juin 1987 pose le principe de mise à disposition d'un document d'information dénommé « prospectus » déposé à la Commission au plus tard le jour de l'émission de tels billets de trésorerie. Ce document est établi sous la responsabilité des dirigeants de l'entreprise émettrice et ne fait pas l'objet d'un contrôle préalable de la Commission. Il contient les informations définies par le règlement et l'instruction d'application rappelés ci-dessus.

Aucune entreprise n'a jusqu'à présent utilisé la possibilité d'émettre des billets de trésorerie à plus de deux ans.

III. — L'information préalable aux opérations financières

A. — RÈGLES D'ADMISSION A LA COTE OFFICIELLE

Le *Journal officiel* du 4 mars 1987 a publié le règlement de la Commission n° 87-01 en date du 20 janvier 1987, homologué par arrêté du ministre d'État, ministre de l'Économie, des Finances et de la Privatisation le 20 février.

Ce règlement reprend en un texte unique les règles résultant de trois instructions de la Commission (décembre 1977, décembre 1978, mars 1980). Il achève la transcription des dispositions de la directive n° 79-279 C.E.E. du 5 mars 1979 portant coordination des conditions d'admission de valeurs mobilières à la cote officielle d'une bourse de valeurs.

Par rapport à la réglementation antérieure, le règlement comporte deux allègements notables :

— les sociétés relevant de pays membres de la Communauté européenne peuvent être admises à la cote officielle sans avoir à solliciter l'autorisation préalable du ministre de l'économie. Dans la perspective d'un marché européen des capitaux, elles suivent donc les mêmes règles que les sociétés françaises. En revanche, les sociétés relevant d'un état non membre de la Communauté continuent d'être soumises à l'autorisation préalable du ministre ;

— sans remettre en cause le principe selon lequel 25 % du capital d'une société française sont mis à la disposition du public le jour de l'introduction, le règlement donne à la COB le pouvoir d'y déroger si 500 000 titres au moins (125 000 sur les bourses régionales) sont mis sur le marché.

Le règlement comporte une nouvelle définition du « public », définition *a contrario* dans la mesure où c'est la catégorie des actionnaires considérés comme n'appartenant pas au public qui est précisée, à savoir les dirigeants et les actionnaires représentant 5 % ou plus du capital.

Le règlement précise par ailleurs un certain nombre de dispositions parmi lesquelles :

— l'interdiction d'une clause d'agrément entravant la libre négociation des titres. Le régime déjà en vigueur sur le second marché est donc étendu à la cote officielle ;

— la possession des mêmes droits par tous les titres appartenant à une même catégorie, sous réserve de la possibilité de l'octroi d'un droit de vote double aux actions détenues sous forme nominative pendant un délai dont la durée ne peut excéder quatre ans.

Une société demandant l'admission de ses titres de capital doit donc, au préalable, modifier toute clause contraire de ses statuts. En ce qui concerne les sociétés déjà admises, la Commission considère que des clauses contraires au règlement peuvent rester valables, si elles existaient avant sa publication ; en revanche, l'introduction de nouvelles clauses en méconnaissance de ces règles serait considérée comme irrégulière.

— L'obligation de publier lors de l'admission des comptes annuels datant de moins de neuf mois ou des comptes intérimaires certifiés par les commissaires aux comptes ; ces comptes sont consolidés s'il y a lieu.

— L'obligation d'informer le public de tout fait nouveau important de nature à provoquer une variation significative des cours de bourse. Les communiqués adressés à la presse et aux agences spécialisées doivent impérativement être transmis à la Commission ainsi que toutes les informations diffusées par un émetteur dans le cadre des informations périodiques.

Le règlement précise le type de société dont les titres de capital peuvent être admis à la cote officielle. La distribution de dividendes antérieurs n'est pas une nécessité ; la société doit avoir atteint un stade de développement permettant d'apprécier sa capacité bénéficiaire. Elle doit exister depuis un minimum de temps (trois exercices clos au moins), mais la Commission peut déroger à cette condition si elle a l'assurance que les investisseurs disposent des informations nécessaires pour se former un jugement fondé.

En ce qui concerne l'admission de titres de créance, trois dispositions nouvelles sont à souligner :

— la demande d'admission doit porter sur des titres en nombre et en montant suffisants pour assurer l'existence d'un marché. Il est exigé que le montant soit d'au moins 50 millions de francs, représenté par au moins 25 000 titres ;

— la Commission se réserve la possibilité de demander aux émetteurs soit une notation par un organisme spécialisé, soit une garantie appropriée ;

— à l'exception des collectivités locales et des émetteurs bénéficiant de la garantie de l'État, les émetteurs doivent publier leurs comptes annuels au *BALO* ou par tout moyen agréé par la Commission.

Enfin, pour ce qui est des valeurs étrangères, le règlement formalise la nature des informations comptables requises lors de l'introduction, qui doit être fournie dans les mêmes conditions que pour les valeurs françaises.

L'admission à la cote officielle d'une valeur étrangère ne peut se justifier que si un véritable marché est créé assurant un minimum de liquidité au public. Le règlement fixe à un minimum de 50 millions de francs le montant de la capitalisation correspondant aux titres admis à la cote officielle et détenus en France, ce montant devant être atteint dans les deux ans qui suivent l'admission sous peine de radiation.

Ces dispositions constituent pour la Commission l'ensemble des conditions qui doivent être remplies par les sociétés à admettre à la cote officielle. Elles continueront d'être appliquées dans le cadre de l'exercice de son droit d'opposition (article 7 de la loi n° 88-70 du 22 janvier 1988 sur les bourses de valeurs).

B. — PROCÉDURE DE VISA RAPIDE DES NOTES D'INFORMATION

L'évolution récente du marché primaire et le recours accru au placement bancaire sur le marché international pour tout ou partie des émissions ont mis en évidence le bien-fondé du souhait des dirigeants de sociétés de pouvoir procéder à des émissions de valeurs mobilières dans des conditions de grande rapidité. Or, les délais classiques d'instruction de notes d'information ne sont pas toujours compatibles avec la rapidité de décision nécessaire en pareil cas.

Pour régler cette difficulté, tout en maintenant la qualité de l'information des souscripteurs et des actionnaires, la Commission a institué une procédure comportant l'enregistrement préalable d'un « document de référence » contenant tous les renseignements sur l'émetteur et la publication ultérieure d'une « note d'opération », au moment de l'émission ou de toute autre opération financière requérant une note d'information, telle que offre publique d'achat ou d'échange.

Cette procédure a été mise en œuvre, à titre expérimental, par une instruction du 31 juillet 1987 qui en définit les modalités :

— elle est ouverte à toute société dont les titres sont admis à la cote officielle ;

— le document de référence doit contenir des informations équivalentes à celles prescrites par le schéma I annexé à l'Instruction du 2 février 1982 relative aux notes d'information diffusées par les sociétés faisant publiquement appel à l'épargne. Le rapport annuel peut tenir lieu de document de référence s'il répond aux mêmes exigences. Il est adressé à la Commission dans les quatre mois qui suivent la fin de l'exercice ;

— une fois enregistré par la Commission, le document de référence est tenu à la disposition du public au siège de la société et de la Commission et envoyé à toute personne qui en fait la demande. Lorsque le rapport annuel est admis comme document de référence, il est tenu à la disposition du public au siège de la société et auprès des établissements assurant le service financier des titres ;

— le document enregistré reste valable comme document de référence — sauf intervention d'événement exceptionnel affectant l'activité ou la situation financière de la société — jusqu'à la date de publication des comptes annuels de l'exercice suivant celui au titre duquel il a été établi ;

— la « note d'opération » publiée à l'occasion d'une opération financière incorpore par référence le contenu du document enregistré. Elle contient les renseignements sur l'opération, un rappel des caractéristiques principales de la société et, le cas échéant, des informations sur son activité et sa situation financière actualisant les données du document de référence ;

— le visa de la note d'information est donné par la Commission le deuxième jour de bourse suivant le dépôt du projet. Cette note est publiée dans un quotidien d'informations financières de diffusion nationale.

C. — LE CONTENU DES NOTES D'INFORMATION

Déjà mise en œuvre en 1986, l'utilisation des « *avertissements* » figurant en première page des notes d'information et repris dans la notice publiée au BALO ainsi que dans toute publicité financière s'est développée en 1987. L'avertissement n'est pas destiné à qualifier l'opération ou la situation de la société concernée, il vise simplement à attirer l'attention des souscripteurs sur des éléments de fait essentiels, tels que :

— une négociabilité des titres émis limitée au marché hors cote, voire à la tenue par l'émetteur d'un registre permettant de rapprocher les offres et les demandes ;

— des modalités particulières de rémunération de titres de créance ;

— une opération de reconstitution des capitaux propres précédée ou suivie d'une réduction de capital.

Dans trois cas particuliers, d'ailleurs tous afférents à des sociétés du marché hors cote, la Commission a été amenée, par les avertissements, à mettre l'accent sur des éléments plus spécifiques liés à la situation ou à la structure des sociétés ou aux modalités de l'opération :

— L'avertissement dont a été assorti le visa donné à la note d'information établie par Normerel à l'occasion de l'émission d'actions soulignait notamment l'absence d'accord commercial formalisé entre la société et l'entité chargée de la distribution de ses produits.

— La note d'information établie par la société Kalamazoo (émission d'actions à bons de souscription d'actions) mettait l'accent sur la comparaison entre le prix d'émission (780 F) et la valeur d'actif net comptable (15,81 F), les commissaires aux comptes n'ayant pas accepté de porter un avis sur le montant de la prime d'émission proposée.

— En ce qui concerne l'augmentation de capital de la société Gachot, l'avertissement indiquait clairement que la souscription s'adressait à des investisseurs capables d'en apprécier le risque.

Comme elle l'avait déjà indiqué dans son rapport précédent, la Commission veille à ce que les notes d'information contiennent des données très précises sur le *capital potentiel des sociétés*. C'est ainsi que doit être rappelée, avec mention des conditions d'exercice (prix et durée), l'existence de titres donnant à terme accès au capital (obligations convertibles ou remboursables en actions, bons de souscription, options d'achat ou de souscription au profit des salariés) ainsi que le nombre global d'actions pouvant en résulter. Ces éléments, indispensables à tout moment aux investisseurs, devraient d'ailleurs être portés à la connaissance du public au moins chaque année dans le rapport annuel des sociétés. Dans le même ordre d'idées, toute note d'information doit mentionner, le cas échéant, les clauses telles que l'obligation statutaire de déclaration de franchissement de seuil (article 57 de la loi n° 87-416 du 17 juin 1987) et l'existence d'un droit de vote double. Dans ce dernier cas, la répartition du capital est fournie à la fois en nombre d'actions et en droits de vote.

Lorsque des sociétés exerçant une activité de portefeuille ont sollicité leur visa préalablement à une opération financière, la Commission a demandé qu'elles insèrent dans la note d'information les données prévues par le Conseil national de la comptabilité dans son avis du 13 février 1987 relatif aux titres immobilisés de l'activité de portefeuille — « T.I.A.P. » (bulletin mensuel de la COB n° 200 février 1987). Dans les cas où les tableaux prévus pouvaient difficilement être reconstitués pour l'exercice précédent, les émetteurs ont pris l'engagement — repris dans la note d'information — de les fournir avec leurs comptes annuels suivants.

La note d'information, qui doit être remise ou adressée à toute personne dont la souscription est sollicitée et est tenue à la disposition du public au siège social et dans tous les établissements chargés de recueillir les souscriptions, réunit dans un document cohérent l'ensemble des renseignements significatifs indispensables à l'épargnant pour fonder son jugement. Ce document est signé par le président de l'entreprise concernée qui affirme expressément que la note « ne comporte aucune omission de nature à en altérer la portée ». Il ne peut donc être fait état, à l'occasion d'une opération, d'informations significatives autres que celles figurant dans la note d'information.

Or, à l'occasion d'opérations financières, et notamment de la privatisation de T.F.1, la Commission a constaté que *des informations ne figurant pas dans la note d'information* étaient fournies par les dirigeants des sociétés. Cette pratique conduit à donner au public une information imprécise ou ambiguë qui peut amener les épargnants à des conclusions erronées. Elle peut également se traduire par une diffusion d'informations incompatible avec le respect du principe d'égalité d'accès à l'information. Au cas où des éléments nouveaux ont à être portés à la connaissance du public, le contenu et les modalités de diffusion de cette information doivent au préalable être arrêtés avec la Commission.

Ce principe est bien entendu également applicable si des éléments nouveaux proviennent d'événements survenus depuis l'octroi du visa. Conformément aux principes régissant l'information permanente, ces faits nouveaux doivent être portés sans délai à la connaissance du public.

Dans le même esprit, la Commission a été amenée à rappeler que les publicités (affiches, annonces, tracts) relatives à une opération doivent mentionner l'existence de la note d'information et le moyen de se la procurer sans frais ainsi que les avertissements dont le visa est éventuellement assorti et d'autre part ne doivent pas fournir des informations tendancieuses ou tronquées (accent mis par exemple sur un résultat social en hausse alors que le résultat consolidé est en baisse sensible).

De même, des contrats d'émissions obligataires peuvent prévoir un premier coupon portant sur une période de moins d'un an et inférieur à l'application du taux facial de l'emprunt. Cette information figure bien entendu dans la note d'information visée par la Commission et, le cas échéant, dans la notice publiée au Bulletin des annonces légales obligatoires. La Commission a pu constater qu'elle n'était pas toujours mise en évidence dans les annonces à caractère commercial publiées dans la presse lors du lancement de l'opération. Elle a dû rappeler aux émetteurs qu'une clause de ce type doit être mentionnée dans les affiches, tracts et annonces diffusés.

D. — LES PROBLÈMES POSÉS PAR CERTAINES OPÉRATIONS

1) Notation ou garantie des emprunts

L'article 41 du règlement 87-01 de la COB indique, en ce qui concerne les titres de créance, « qu'à défaut de notation récente obtenue auprès d'un organisme spécialisé, la Commission peut, dans l'intérêt des investisseurs, soumettre l'admission à la cote officielle à toute garantie appropriée ».

Ce texte concerne uniquement les admissions à la cote officielle mais s'applique à l'ensemble des émetteurs, quelles que soient leur nature juridique et leur durée d'existence. Il introduit aussi la notion de notation. La position de la COB sur ces deux points doit être précisée.

Les tiers susceptibles de garantir un emprunt doivent présenter une forme juridique, une durée d'existence et une surface financière analogues à celles qui sont exigées d'un émetteur dont les obligations sont inscrites à la cote officielle. Toutes les informations nécessaires les concernant doivent figurer dans la note d'information.

Le principe d'une garantie conjointe par plusieurs sociétés ou collectivités peut être admis à condition que les garants soient solidaires ou qu'une autre garantie soit donnée. La défaillance d'un de ces garants ne doit en effet pas réduire la portée des garanties offertes aux porteurs.

La portée de la garantie doit faire l'objet d'indications explicites dans la note d'information. A défaut d'indications contraires la Commission considère que le garant est engagé à assurer le maintien de l'ensemble des droits des créanciers en cas de défaillance de l'émetteur. Il doit être en mesure non seulement de leur verser le capital et les intérêts échus mais aussi de se substituer à l'émetteur jusqu'aux échéances contractuelles des obligations. Ainsi au moment où il reprend la dette à son compte le garant n'est pas fondé à imposer aux porteurs un amortissement anticipé de l'émission qui pourrait se traduire par une dévalorisation subite de leurs titres lorsque leurs cours est supérieur à la parité de remboursement. Il peut par contre procéder si les dispositions du contrat d'émission le permettent à une offre publique de rachat tenant compte des conditions du marché.

Nonobstant l'existence d'une garantie, la Commission peut demander aux émetteurs de faire figurer dans la note d'information leur notation par un organisme reconnu. Cette information a une portée différente de la garantie. La notation permet de mesurer la capacité d'un émetteur à faire face à ses engagements, de la comparer à celle d'autres émetteurs et éventuellement d'apprécier son évolution dans le temps. La Commission a recommandé à l'ensemble des émetteurs, autres que l'État et les collectivités publiques, de faire état d'une notation et elle peut l'exiger dans certains cas, notamment lorsque l'émetteur est de création récente ou lorsque la nature de ses activités ne permet pas d'évaluer aisément sa capacité de remboursement à la seule lecture des comptes publiés. Dans le même esprit, la Commission peut demander la notation du ou des garants.

Au cours de l'année 1987, 5 émetteurs obligataires ont établi des notes d'information faisant figurer la notation obtenue pour cette émission, ou mentionnant que l'émission avait fait l'objet d'une demande de notation. En outre, 3 émetteurs ont fait figurer dans leur note d'information, les notations obtenues précédemment pour d'autres programmes.

Cependant la publication d'une notation n'exonère pas les émetteurs de présenter la garantie d'un tiers lorsque la Commission la juge nécessaire. Cette garantie peut même se révéler indispensable lorsque la notation obtenue est insuffisante. De manière symétrique l'existence d'une garantie n'exclut pas la publication de la notation de l'émetteur, ainsi que de la notation du garant, qui doivent permettre aux porteurs et au marché de valoriser le degré de risque de chaque émission.

2) Portée de la garantie prévue à l'article 285 de la loi du 24 juillet 1966

La loi de 1966, dans son article 285 alinéa 1^{er}, prévoit que l'émission d'obligations n'est permise qu'aux sociétés par actions ayant deux années d'existence, et qui ont établi deux bilans régulièrement approuvés par les actionnaires.

Le deuxième alinéa du même article prévoit de façon exhaustive les exceptions à cette interdiction générale.

Notamment, il est expressément indiqué que l'émission d'obligations peut être réalisée dès lors que l'emprunt bénéficie de la garantie de sociétés remplissant elles-mêmes les conditions prévues au premier alinéa.

Une telle garantie ne s'analyse pas comme une caution au sens des articles 2011 et suivants du Code civil, mais comme l'engagement pris par le garant, en cas de défaillance de la société émettrice, de se substituer à l'émetteur, assurant ainsi aux obligataires le respect du contrat d'émission dans son intégralité.

Ainsi, le jeu de la garantie n'entraîne pas déchéance du terme et remboursement de l'obligataire par le garant, mais continuation du statut d'émission par le biais d'un nouveau débiteur, la situation intrinsèque de l'obligataire demeurant inchangée.

La portée et l'interprétation de l'article 285 ont donné lieu à diverses questions auprès de la Commission durant l'année 1987 dont deux méritent d'être rapportées.

La Commission a été interrogée sur la possibilité de satisfaire aux exigences de l'article 285 en constituant, au profit des obligataires, une garantie réelle constituée par le nantissement de parts de fonds communs de placement.

Sur ce point, une réponse négative a été faite. En effet, il est apparu que la défaillance de l'émetteur aurait, après réalisation du gage ainsi constitué, entraîné le remboursement anticipé des créanciers obligataires alors que ces derniers auraient pu obtenir, grâce à la garantie prévue par l'article 285 de la loi, le paiement de leur créance aux conditions stipulées dans le contrat d'émission.

Il a été également demandé à la Commission s'il était possible qu'une assemblée générale extraordinaire d'obligataires, sur le fondement de l'article 313-5 de la loi de 1966, renonce en cours de contrat à la garantie donnée lors de l'émission pour satisfaire aux conditions de l'article 285.

Il apparaît que si la loi prévoit la possibilité d'un abandon total ou partiel des garanties par les obligataires, il ne peut s'agir que de celles accordées contractuellement en sus des exigences légales.

La garantie offerte par l'article 285 étant la condition qui permet de déroger légalement à l'interdiction générale prévue par la loi, elle ne saurait être remise en cause sans porter atteinte à la validité de l'émission, même dans l'hypothèse où son abandon résulterait d'une décision de l'assemblée des obligataires.

Dans ce même esprit, une garantie dont la durée serait déterminée dès l'origine, et qui serait inférieure à celle du contrat d'émission, ne saurait être admise.

Une telle pratique pourrait s'analyser comme un détournement de procédure puisque cette garantie n'apporterait pas à l'obligataire la sécurité que la loi a entendu lui offrir pour toute la durée du contrat.

Sur ce point, la Commission a donc également fait une réponse négative.

En conclusion, lorsque l'émetteur est une société nouvelle, la loi a prévu une protection renforcée de l'obligataire, qui se traduit notamment par l'octroi d'une garantie, acquise définitivement à l'obligataire, d'une personne morale qui s'engage à assurer aux conditions initiales du contrat d'émission, les obligations incombant à l'émetteur défaillant.

La Commission des opérations de bourse reste vigilante et exprime donc ses réserves sur tout montage conduisant à amoindrir la portée des dispositions légales.

3) Les autres opérations

La Commission des opérations de bourse a été appelée à viser la note d'information établie à l'occasion de *l'émission et de l'admission en bourse de Paris des titres de capital d'Eurotunnel*. Elle a admis à cette occasion certaines dérogations à la réglementation française rendues possibles par la nature particulière du projet et des structures juridiques qui le portent.

La réalisation et l'exploitation d'Eurotunnel ont été confiées à une société en participation créée à parts égales entre les sociétés concessionnaires française et britannique, elles-mêmes respectivement filiales à 100 % d'Eurotunnel S.A., et d'Eurotunnel P.L.C. Cette structure complexe, justifiée par le respect d'une parité absolue entre les intérêts des deux pays, se traduit, sur le plan du capital, par l'émission simultanée et le jumelage permanent des actions des deux sociétés mères. Les titres proposés au public et introduits en bourse sont de ce fait des unités constituées par une action de la société française et une action de la société britannique totalement indissociables. Seules ces unités, qui ne peuvent en aucun cas être scindées par leurs détenteurs, sont négociables sur les bourses de Paris et de Londres.

La Commission a admis l'introduction de ces unités à la cote officielle en considérant qu'il s'agit de titres de capital comportant les mêmes caractéristiques que des actions ordinaires et que leur dualité trouve son fondement dans l'application d'une convention internationale.

Cette dualité explique également que l'émission de titres assortis d'un avantage en nature ait été admise en France.

En effet, les souscripteurs individuels qui conserveront leurs titres bénéficieront d'avantages tarifaires calculés en fonction du nombre de titres acquis. Ce mode de rémunération des actionnaires, qui consiste à accorder un avantage personnel proportionné au montant des capitaux apportés, n'entre pas dans le cadre de la réglementation française. Toutefois, considérant que cet avantage est attaché aux actions d'Eurotunnel P.L.C., qui ne relèvent pas de la législation française, la Commission n'a pas jugé possible de s'y opposer.

Les justifications apportées par l'émetteur au calcul de la prime d'émission constituent une autre originalité de cette opération. La prime d'émission, de l'ordre de 21 F pour un prix de souscription unitaire de 35 F, ne correspond pas à la différence entre la situation nette et le capital social. Elle a été établie en fonction des prévisions de résultat et de rendement des unités d'Eurotunnel pendant toute la période d'exploitation qui doit se poursuivre jusqu'en 2042. La société a fondé ses prévisions sur plusieurs hypothèses de trafic, de résultat, de taux d'inflation et de niveau des taux d'intérêt. L'ensemble de ces hypothèses ont été examinées par des cabinets d'audit qui les ont jugées cohérentes avec les rapports de consultants indépendants en matière de trafic et avec le cadre juridique du projet. Les calculs justifiant le montant de la prime d'émission ont fait l'objet d'une vérification de la part des auditeurs.

Compte tenu de l'absence de référence à une entreprise comparable, de la durée nécessaire pour rentabiliser le projet et du sérieux des évaluations réalisées, il est apparu à la Commission que ces prévisions fournies par la société étaient suffisantes pour justifier l'existence d'une prime d'émission.

Le montage financier d'Eurotunnel présente une dernière particularité sur laquelle la Commission a été amenée à se prononcer. Chaque unité proposée au public a été assortie d'un bon de souscription d'unité. Or, la société avait attribué précédemment à ses actionnaires fondateurs d'une part, à certaines banques d'autre part, d'autres bons de souscription leur permettant d'acquérir des unités d'Eurotunnel pendant des périodes plus longues et à des conditions plus favorables que celles qui sont proposées au public.

La Commission a constamment réaffirmé son opposition à l'existence de catégories particulières de bons réservées à certains actionnaires ou à des tiers et assorties de conditions de souscription privilégiées. Dans le cas d'espèce, prenant en considération le fait que les relations entre Eurotunnel, ses actionnaires fondateurs et les banques ne sont pas exclusivement régies par le droit français, la Commission a admis l'existence de ces bons de souscription. Elle a toutefois exigé que leur existence et le potentiel d'augmentation de capital qu'ils représentent soient portés à la connaissance du public dans la note d'information.

Dans la ligne des « observations sur l'émission de titres donnant accès au capital » publiées par la Commission en avril 1987 (cf. page 97), *deux opérations réalisées par des sociétés françaises sur le marché international* méritent d'être signalées : celles effectuées par Sanofi et Asystel.

Sanofi a procédé fin avril 1987 à un placement d'actions nouvelles sur plusieurs places européennes. Le prix d'émission, conformément aux souhaits de la Commission, a été fixé à un prix très proche du plus récent cours du titre. Le placement à l'étranger n'étant pas exclusif de l'appel public à l'épargne en France, l'opération a fait l'objet, préalablement à son lancement, d'une note d'information visée par la Commission qui a été publiée dans la presse.

En juillet 1987, la société Asystel a réalisé, sur le marché international, une émission d'actions à bons de souscription d'actions. Les contraintes du placement n'autorisant pas l'instauration d'un délai de priorité au profit des anciens actionnaires, la société a décidé l'attribution aux actionnaires anciens « de compensations égales aux avantages consentis aux apporteurs externes », en l'occurrence la distribution gratuite d'un nombre de bons équivalent au nombre de bons émis.

Les services de la Commission ont été saisis en 1987 de plusieurs *projets d'émission d'obligations par des associations* souhaitant utiliser les possibilités offertes par la loi 85-698 du 11 juillet 1985. Les dossiers déposés ont montré que certaines exigences posées par la loi étaient fréquemment ignorées des associations intéressées. Les insuffisances relevées portaient principalement sur les deux années d'activité économique effective, l'immatriculation préalable au Registre du commerce et des sociétés, la nomination de commissaires aux comptes, la présentation des comptes des trois derniers exercices. Dans ces conditions, plusieurs des projets déposés n'ont pu aboutir.

Il est utile de rappeler qu'en tout état de cause les comptes présentés dans la note d'information doivent avoir été certifiés par le ou les commissaires aux comptes en fonction dans l'association ou, à défaut, par un commissaire aux comptes auquel a été confiée une mission temporaire à objet limité. Par ailleurs, la protection des souscripteurs exige que l'activité économique effective de l'association soit de nature à générer des flux permettant de faire face aux engagements pris envers les porteurs d'obligations : service des intérêts et remboursement du capital.

Toute opération financière avec *appel public à l'épargne réalisée pour la première fois par une société inscrite à la cote du second marché* doit faire l'objet d'une note d'information complète. La plupart des émissions réalisées en 1987 ont été faites par des sociétés faisant appel au marché financier pour la première fois depuis leur introduction au second marché, ce qui explique la prédominance des notes complètes. Le délai d'examen des opérations financières soumises au visa de la Commission peut s'allonger lorsque la société n'est pas en mesure de fournir l'information requise par la Commission en matière de comptes consolidés ou de rapport semestriel d'activité notamment. Il en est de même si la Commission estime qu'une révision comptable préalable au visa est nécessaire.

Il faut rappeler que la procédure de visa rapide de note d'information (Instruction du 31 juillet 1987) ne s'applique pas aux sociétés du second marché qui ne sont pas encore parvenues au terme de la période probatoire de trois ans.

La Commission a examiné les premières émissions de *certificats coopératifs d'investissement* instaurés par la loi du 17 juin 1987 (cf. page 124).

Conformément à la réglementation française, les *opérations financières réalisées par appel public à l'épargne par les sociétés étrangères cotées à Paris* et comportant un droit préférentiel pour l'ensemble des actionnaires doivent faire l'objet d'une note d'information visée par la Commission. Craignant que l'accomplissement de cette obligation n'entraîne des délais excessifs, incompatibles avec le calendrier de l'opération sur la place d'origine, certaines sociétés jugent possible de s'en abstenir.

Tout en réaffirmant le caractère impératif de la diffusion d'une note d'information, la Commission admet qu'en ce qui concerne les sociétés étrangères les procédures et les délais habituels peuvent être allégés, dès lors que les règles du pays principal de cotation sont respectées et qu'une information satisfaisante est habituellement dispensée aux actionnaires français. Une note d'information succincte, comprenant les derniers états financiers et des commentaires sur les évolutions ultérieures ainsi que des informations sur la situation des titres en France (cours extrêmes et plus récent, capitalisation en France) ainsi que sur les modalités d'exercice de leurs droits par les actionnaires français peut alors être rapidement mise au point et visée par la Commission.

Lorsque des sociétés ont établi un prospectus reconnu comme valable par les autorités boursières d'un autre État de la C.E.E. le principe de la reconnaissance mutuelle permet d'utiliser une traduction de ce prospectus complétée par des informations qui intéressent spécifiquement les actionnaires français.

Ainsi lors d'une augmentation de capital intervenue en septembre 1987, la Société Générale de Belgique a soumis au visa de la Commission le prospectus établi en Belgique complété par des informations concernant la vie des titres en France. De même, British Petroleum a utilisé la traduction en français du prospectus britannique pour informer ses actionnaires français à l'occasion de sa privatisation.

Après avoir vérifié que les documents qui lui étaient soumis étaient conformes aux normes européennes et comportaient des éléments spécifiques concernant la France, la Commission leur a accordé son visa.

La Commission a eu à connaître en 1987 de plusieurs projets *d'appel public à l'épargne « hors marché »* relatifs à des opérations destinées à financer des créations de parcours de golf, des constructions d'hôtels dans les territoires d'outre-mer ou à constituer des sociétés de lecteurs de journaux.

Trois constatations peuvent être faites sur ces dossiers :

— Les initiateurs de certains projets ont fréquemment méconnu les règles relatives à l'appel public à l'épargne et proposé la souscription sans avoir, au préalable, établi de note d'information. La Commission a été amenée à exiger une régularisation rapide. Devant l'accroissement des anomalies observées, elle a, dans son Bulletin mensuel n° 206 d'août-septembre 1987, rappelé les règles en vigueur.

— Ces opérations sont par nature très éloignées des émissions classiques de valeurs mobilières, leur finalité étant essentiellement sportive, fiscale voire militante. La Commission généralise la pratique de l'avertissement attirant l'attention du public sur les spécificités des valeurs émises.

— Les montages juridiques proposés en matière de golf sont parfois complexes, faisant coexister aux côtés de la société anonyme faisant appel public à l'épargne, une société civile immobilière propriétaire des terrains, une société en nom collectif chargée de les aménager et une association sportive. Ce type de structure inclut en général des clauses d'agrément. Cette complexité ne doit pas faire perdre de vue la transparence requise pour l'appel public à l'épargne même si le public sollicité obéit à des motivations très spécifiques.

4) Décision judiciaire dans l'affaire Amrep

Un arrêt rendu le 10 juillet 1987 par la cour d'appel de Paris a condamné le président directeur général de la société Amrep pour publication de faits faux en vue d'obtenir des souscriptions, ainsi que les commissaires aux comptes de cette société pour confirmation d'informations mensongères.

La société Amrep avait procédé, du 3 novembre 1983 au 8 décembre 1983, à une émission de 115 000 obligations de 1 000 francs convertibles à tout moment en actions.

La note d'information établie à cette occasion dans les tout derniers jours d'août 1983 contenait alors des indications favorables sur les perspectives de la société. Cette note était revêtue de la signature de M. B, président d'Amrep, et des commissaires aux comptes, MM. C et D.

Or, le conseil d'administration d'Amrep, réuni le 12 décembre 1983, constatait une aggravation de la situation au 30 septembre 1983 et décidait de ne pas distribuer d'acompte sur dividende au titre de l'exercice 1983 tandis que, le 6 mars 1984, le conseil d'administration de l'Union Industrielle et d'Entreprise « U.I.E. », principale entreprise opérationnelle du groupe Amrep, chiffrait à 400 millions de francs environ la perte de l'année 1983, essentiellement causée par les chantiers brésiliens. Le 30 mai 1984, enfin, le tribunal de commerce de Paris prononçait un jugement de règlement judiciaire des sociétés Amrep et U.I.E.

— Le président de la société Amrep, M. B, avait déclaré qu'à sa connaissance « les données de la note d'information étaient conformes à la réalité et ne comportaient pas d'omissions de nature à en altérer la portée ». Les conclusions de l'enquête menée par la Commission des opérations de bourse ont montré au contraire que M. B disposait, dès le mois de juillet 1983, d'un rapport de gestion interne faisant état de dégradation de la situation des chantiers brésiliens.

— Les commissaires aux comptes, MM. C et D avaient affirmé sans observations spéciales avoir examiné les états consolidés du groupe alors que ceux-ci n'étaient pour certains d'entre eux que des états cumulés.

La Cour relève que M. B « n'a jamais réellement contesté le caractère contraire à la réalité de certaines des indications contenues dans la note d'information... » ni « dénié qu'il connaissait lors de la diffusion dans le public de la note d'information succincte le caractère mensonger de ces indications ». La Cour a cependant renvoyé des fins de la poursuite le directeur administratif d'Amrep, M. E, en considérant « qu'il ne résulte indubitablement d'aucun des éléments de l'espèce que M. E a effectivement contribué par son activité au délit retenu par la Cour à l'égard de M. B ».

En définitive, la Cour, tout en supprimant la peine d'emprisonnement prononcée par les premiers juges à l'égard de M. B le condamne à la peine de 60 000 francs d'amende (avec exclusion de la mention de la condamnation au bulletin numéro 2 du casier judiciaire). Par ailleurs, elle maintient les peines prononcées à l'égard de MM. C et D qui avaient tous deux été condamnés en première instance à la peine de 20 000 francs d'amende chacun.

IV. — Les problèmes comptables particuliers

A. — CONDITIONS D'ÉTABLISSEMENT DES COMPTES CONSOLIDÉS

Les sociétés qui, antérieurement à la publication de la loi du 3 janvier 1985, publiaient des comptes consolidés établis selon des méthodes différentes de celles définies par cette loi, pouvaient continuer à utiliser leurs anciennes méthodes pour les exercices clos au plus tard le 31 décembre 1987, à condition de respecter le principe de la permanence des méthodes. A partir des exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 1988, les comptes consolidés des sociétés françaises doivent donc être pleinement conformes aux règles en vigueur (loi du 3 janvier 1985, décret du 17 février 1986, Plan comptable général complété par l'arrêté ministériel du 9 décembre 1986). Les options ouvertes par l'article 248-8 nouveau du décret du 23 mars 1967 modifié par l'article 1^{er} du décret du 17 février 1986, et conformes aux 4^e et 7^e directives européennes, permettent au demeurant que les sociétés françaises dont l'activité est internationale présentent des comptes consolidés acceptables au regard des normes internationales ou des règles américaines.

Conformément à un avis rendu par le Conseil national de la comptabilité, le 17 décembre dernier, les effets des changements apportés par les nouvelles règles sur le bilan d'ouverture doivent affecter directement les réserves consolidées, solution qui avait déjà été retenue pour la première comptabilisation de la provision pour congés payés.

A l'occasion de la première application générale des nouvelles règles de consolidation, deux points importants valent d'être soulignés : le traitement des écarts d'acquisition et l'annexe consolidée.

Il est rappelé que les écarts d'acquisition qui subsistent au bilan consolidé après affectation des écarts de première consolidation entre les différents postes appropriés du bilan doivent être rapportés au compte de résultats conformément à un plan d'amortissement ou de reprise de provision. Ce n'est que dans des cas exceptionnels dûment justifiés dans l'annexe, que les écarts d'acquisition peuvent être imputés sur les capitaux propres ou rapportés à ceux-ci quand ces écarts sont négatifs. Quand il s'agit d'écarts d'acquisition anciens qui auraient été intégralement amortis avant la première consolidation selon les nouvelles règles, on peut admettre qu'ils soient directement imputés sur les capitaux propres d'ouverture ou rapportés à ceux-ci conformément à l'avis du C.N.C. du 17 décembre 1987. Au cours des exercices ultérieurs, en l'absence de changement du corps de règles françaises sur la consolidation, une imputation directe d'un écart d'acquisition sur les capitaux propres ne sera licite que dans des cas exceptionnels. En l'absence de précisions dans le décret du 17 février 1986 et si l'on se réfère aux débats du groupe des experts gouvernementaux pour l'élaboration de la 7^e directive, il apparaît que ce traitement ne se justifie que lorsque le paiement s'est opéré non en numéraire, mais par création d'actions (ou/et de titres donnant droit à des actions) et que cette création d'actions entraîne une dilution qui appauvrit potentiellement les actionnaires anciens plutôt que la société en tant que telle. On peut en déduire que ce traitement implique que les actionnaires aient été dûment avertis de cette analyse de l'opération projetée au moment où il leur est demandé de l'approuver.

Cette imputation suppose aussi qu'il existe au bilan des réserves disponibles, provenant de bénéfices réalisés par la société consolidante.

La durée d'amortissement de chaque écart d'acquisition doit résulter de l'analyse des raisons ayant justifié l'écart du prix d'achat avec la quote-part de situation nette, ce qui peut conduire à autant de durées d'amortissement différentes qu'il y a d'écarts d'acquisition. Toutefois, une durée uniforme est acceptable si les différents écarts ont des natures comparables. La justification des durées d'amortissement choisies doit être portée dans les documents d'inventaire soumis au contrôle des commissaires aux comptes.

La nouveauté des règles qui régissent les comptes consolidés, les difficultés que soulève leur application, telle que celle de l'amortissement des écarts d'acquisition, et aussi les mouvements qui affectent, fréquemment, le périmètre de consolidation, rendent plus nécessaire encore que pour les comptes individuels d'une société, que l'annexe des comptes consolidés contienne « toutes les informations d'importance significative permettant aux lecteurs d'avoir une juste appréciation du patrimoine, de la situation financière et du résultat de l'ensemble constitué par les entreprises comprises dans la consolidation » (1). Or les contrôles effectués par la Compagnie nationale des commissaires aux comptes sur les dossiers des commissaires des sociétés cotées dans le cadre de l'Examen national d'activité ont révélé de nombreuses lacunes dans les annexes de l'exercice 1986 et à de rares exceptions près, les commissaires aux comptes n'en ont tiré aucune conclusion dans leurs rapports. Il semble que la plupart des sociétés et certains commissaires aux comptes n'aient pas encore assimilé l'idée que l'annexe, document nouveau, était un état financier au même titre que le bilan et le compte de résultats et que des lacunes graves étaient justiciables, au minimum, d'une réserve dans le rapport des commissaires aux comptes. Il est donc indispensable que les sociétés fassent un effort d'information pour remédier à cette situation.

B. — ÉVALUATION DES TITRES DÉTENUS EN PORTEFEUILLE

Dans son bulletin mensuel de décembre 1987, la Commission a rappelé les règles d'évaluation des titres en portefeuille qui devaient être suivies par les sociétés cotées au 31 décembre 1987, après avoir indiqué que les méthodes d'évaluation applicables aux titres dépendaient de leur classement dans les quatre catégories suivantes : titres de participation, titres immobilisés de l'activité de portefeuille, titres classés dans les autres immobilisations financières, et valeurs mobilières de placement. La Commission indiquait les critères de classement des titres entre ces différentes catégories.

(1) Art. 248-12 du décret du 23 mars 1967.

L'évaluation des titres doit se rattacher au principe général d'évaluation de tous les éléments du patrimoine formulé à l'article 7 du décret du 29 novembre 1983 : « La valeur actuelle est une valeur d'estimation qui s'apprécie en fonction du marché et de l'utilité du bien pour l'entreprise ». Pour les titres de participation, cette valeur d'utilité se fonde principalement sur une appréciation du chef d'entreprise qui repose sur des éléments prévisionnels (perspectives de rentabilité, de réalisation...) ou même des éléments plus subjectifs mais qui doivent être explicités. En ce qui concerne les titres immobilisés de l'activité de portefeuille, activité qui « s'exerce sans intervention dans la gestion des entreprises dont les titres sont détenus » leur évaluation peut se fonder sur des critères d'utilité pour le détenteur souvent peu différents en fait de ceux qui sont utilisés pour les titres de participation (à l'exception de ceux qui reposeraient sur l'influence notable) ; cette évaluation peut également reposer sur une valeur de marché. Les autres titres immobilisés et les valeurs mobilières de placement doivent être évalués en fonction de leur valeur probable de négociation, c'est-à-dire, pour les titres cotés, le cours moyen du dernier mois de l'exercice.

Contrairement aux autres catégories de titres pour lesquelles aucune compensation ne peut être pratiquée entre plus-values et moins-values latentes, les titres de placement, dont la détention doit être de durée courte, du fait qu'ils sont considérés par les entreprises détentrices comme une réserve de liquidités, forment un ensemble de biens fongibles. Leur valeur d'utilité, c'est-à-dire le prix de vente, peut être déterminée de façon globale, ce qui conduit à limiter la dépréciation éventuelle à l'excédent des moins-values sur les plus-values. Cette position prise par la Commission est constante. Dans son bulletin mensuel n° 33 de décembre 1971, sous le titre « évaluation des titres en portefeuille », la Commission recommandait « qu'aucune compensation ne soit effectuée entre la moins-value ou la plus-value globale constatée des titres cotés, d'une part, et les plus-values ou les moins-values des titres non cotés, d'autre part, ou entre les plus-values et moins-values des titres non cotés », ce qui laissait aux sociétés la faculté de pratiquer des compensations entre moins-values et plus-values de titres cotés. Cette position de la Commission a été confirmée dans son bulletin mensuel en décembre 1973, en février 1975, et en février 1977. C'est dans les limites fixées pour la première fois dans son bulletin de décembre 1971, à savoir compensation entre moins-values et plus-values de titres cotés seulement, que la Commission estime possible l'évaluation globale des titres de placement. Elle considère, d'autre part, que, même cotés, les actions ou autres titres de capital émis par la société et détenus par elle dans le cas où la loi l'autorise, ne sont pas fongibles avec les autres titres de placement et ne peuvent pas, en conséquence, entrer avec d'autres titres dans une évaluation globale.

Le principe de la permanence des méthodes doit être respecté à la fois quant au classement des titres et aux méthodes d'évaluation adoptées. Si, pour des raisons tout à fait exceptionnelles, des changements doivent avoir lieu, ce ne peut être qu'avec l'accord des commissaires aux comptes qui sont invités à se montrer vigilants. Ces changements doivent alors donner lieu au retraitement des éléments correspondants de l'exercice précédent pour permettre la comparaison des deux exercices. Ces changements devront être mentionnés dans l'annexe en application des dispositions de l'article 11 du Code de commerce, et signalés dans le rapport de gestion et le rapport des commissaires aux comptes conformément aux dispositions de l'article 341 de la loi sur les sociétés commerciales.

C. — RETRAITEMENT RÉTROACTIF DES COMPTES DE L'EXERCICE PRÉCÉDENT

Aux termes de l'article 10 nouveau du Code de commerce : « chacun des postes du bilan et du compte de résultats comporte l'indication du chiffre relatif au poste correspondant de l'exercice précédent ». En ce qui concerne les comptes consolidés, l'article 357-7 de la loi sur les sociétés commerciales introduit par la loi du 3 janvier 1985, dispose : « sous réserve des dispositions de l'article 357-8, les comptes consolidés sont établis selon les principes comptables et les règles d'évaluation du Code de commerce... ». Il en résulte que les comptes consolidés, comme les comptes individuels des sociétés, doivent comporter l'indication des chiffres relatifs aux postes correspondants de l'exercice précédent. Ce rappel des chiffres de l'exercice précédent a pour but de montrer, par comparaison, l'évolution de la société entre les deux exercices. Encore faut-il que ces chiffres, présentés dans deux colonnes conjointes, soient comparables. Ceci n'est pas le cas quand il y a eu une modification des méthodes de présentation ou d'évaluation dans les cas où elle est autorisée. Si des modifications ont lieu, le Code de commerce prescrit qu'elles soient décrites et justifiées dans l'annexe. L'article 341 de la loi demande, de surcroît, qu'elles soient signalées dans le rapport de gestion et dans le rapport des commissaires aux comptes. La Commission estime que, dans les sociétés cotées, le but recherché par le législateur serait mieux atteint si les sociétés procédaient à un retraitement rétroactif des chiffres correspondants de l'exercice précédent affectés par les changements de manière à les rendre directement comparables avec les chiffres du dernier exercice. Bien entendu, cette procédure n'a lieu de s'appliquer que si les changements ont une incidence significative sur la comparabilité des comptes.

La comparabilité des comptes de deux exercices est, en outre, affectée par les changements du périmètre de consolidation, hypothèse non expressément prévue par le législateur. La Commission estime que dans ce cas, comme dans celui des changements de présentation et de méthodes d'évaluation, la comparabilité des comptes des deux exercices doit être rétablie dans toute la mesure du possible, faute de quoi le rapprochement des chiffres perd son sens et peut même être trompeur. Dans son bulletin mensuel n° 74 de septembre 1975, la Commission s'était déjà préoccupée d'assurer une comparabilité dans le temps des comptes consolidés dans l'hypothèse de changements de méthodes et de périmètre de consolidation. Elle proposait, selon les cas, une consolidation rétroactive, avec le nouveau périmètre et les nouvelles méthodes, des comptes de l'avant-dernier exercice, ou une double consolidation des comptes du dernier exercice. Elle précisait que si l'effet des changements était ponctuel, l'information pouvait être donnée en nota (aujourd'hui dans l'annexe) de l'état financier affecté par le changement.

Il semble que cette recommandation, émise à une époque où la présentation des chiffres comparatifs n'était pas exigée, soit toujours d'actualité. Les chiffres retraités de l'exercice précédent, quand on choisit cette solution, sont des chiffres *pro forma* qui ne dispensent pas de présenter les chiffres historiques dans une troisième colonne, pour satisfaire aux exigences de la loi. La situation serait différente si les anciennes méthodes étaient irrégulières. Dans ce cas, seuls les chiffres retraités selon les méthodes régulières devraient accompagner les chiffres du dernier exercice, dans la colonne réservée à

l'exercice précédent. C'est ainsi qu'une société cotée ayant établi et publié des comptes consolidés jugés irréguliers par les commissaires aux comptes qui ont refusé de les certifier, la Commission a demandé à la société de retraiter les comptes de l'exercice précédent selon les nouvelles méthodes et de changer ses méthodes pour l'exercice suivant.

Il s'agit de la Société Sucrière de Pithiviers-le-Vieil dont les commissaires aux comptes, ont refusé de certifier les comptes consolidés arrêtés au 30 septembre 1986 et publiés au B.A.L.O. du 8 octobre 1987 (1), en faisant état de plusieurs irrégularités : des plus et moins-values provenant de restructurations internes par voie d'apports partiels d'actifs n'avaient pas été éliminées en consolidation, un écart de première consolidation afférent à l'acquisition des titres d'une filiale avait été imputé, à tort, sur les capitaux propres, les provisions réglementées n'avaient pas été retraitées, les impôts différés n'avaient pas été comptabilisés. Il se trouvait que le total algébrique des incidences de ces irrégularités sur le résultat net consolidé était peu sensible, en revanche, l'incidence était très importante sur les capitaux propres et l'endettement. Les plus-values internes non éliminées s'élevaient à 122 millions de francs au total, chiffre à rapprocher de celui des capitaux propres : 330 millions de francs. Les dettes fiscales différées étaient de 26,6 millions de francs, pour un total de dettes comptabilisées de 225 millions de francs.

La société ayant appliqué des méthodes irrégulières, la Commission a demandé de changer les méthodes et de corriger les comptes consolidés au 30 septembre 1986.

D. — LES NOUVEAUX INSTRUMENTS FINANCIERS

Le développement des « nouveaux produits financiers » au cours des dernières années a entraîné l'apparition de problèmes de traitement comptable peu classiques puisqu'il était nécessaire de combiner des enregistrements de mouvements de fonds d'importance limitée avec des engagements à terme beaucoup plus élevés et variables dans le temps jusqu'au dénouement.

Dès l'entrée en fonctionnement du MATIF, la C.C.I.F.P. avait suscité la création par le Conseil national de la comptabilité d'un groupe de travail *ad hoc* ; les travaux du C.N.C. ont permis la publication d'un Avis du 9 juillet 1986 sur la comptabilisation des opérations réalisées sur le MATIF.

Les variations de valeur des contrats acquis ou cédés sur ce marché doivent être enregistrées au bilan et leur contrepartie portée au compte de résultat, sauf dans les cas où la qualification d'opération de couverture leur est reconnue, dans des conditions précisées par l'avis. Cette reconnaissance de la valeur actuelle comme méthode normale d'enregistrement d'éléments de l'actif et du passif permettait de répondre à la fois aux besoins des gestionnaires, à ceux des actionnaires et des tiers.

Un an plus tard, un avis du C.N.C. du 10 juillet 1987 appliquait aux options sur contrat MATIF les mêmes principes comptables lorsqu'elles sont négociées sur le marché organisé par la C.C.I.F.P.

(1) Cet écart de date s'explique par le fait que l'exercice social se clôt au 31 mars. La date du 30 septembre a été choisie pour les comptes consolidés parce qu'elle correspond à la clôture de l'exercice de la filiale industrielle la plus importante.

Ces deux avis ont présenté une grande importance pour le bon enregistrement des opérations mais n'apportaient pas de solution à l'ensemble des problèmes.

En premier lieu, de nombreux autres instruments financiers n'étaient pas couverts par ces avis.

En second lieu, les besoins d'information des tiers étaient loin d'être satisfaits dans de bonnes conditions car si, pour les seuls instruments concernés, les lecteurs des comptes pouvaient être assurés des méthodes comptables suivies, les montants inclus dans les lignes du bilan ou du compte de résultat ainsi qu'en engagements hors bilan n'étaient généralement pas mis en évidence. La seule recommandation qu'«une information doit être donnée dans l'annexe sur l'ensemble des transactions effectuées lorsqu'elle est significative» ne suffit évidemment pas à assurer la satisfaction des besoins d'information chiffrée des lecteurs.

Enfin, le principal problème soulevé par la bonne information du public (y compris les actionnaires) réside dans le fait que c'est en grande partie dans les documents comptables qu'on trouve — ou qu'on devrait trouver — cette information. Or la comptabilité n'est pas seulement une technique d'information, c'est en même temps un constat (ou un système de détermination) de droits, sur le terrain juridique : la mesure du bénéfice et celle des capitaux propres sont les principales écritures comptables créatrices de droits. Les conditions à réunir pour dégager une information qui soit représentative des phénomènes économiques peuvent ne pas coïncider avec des impératifs découlant de règles du droit commercial.

Le fait que la mesure de l'assiette de l'impôt soit très liée aux enregistrements comptables contribue également à rendre plus difficile la présentation par la comptabilité d'un résultat économiquement significatif.

Les problèmes liés à la mauvaise mesure des positions et des résultats des opérateurs intervenant sur les marchés organisés ou de gré à gré ont été particulièrement mis en évidence à l'occasion des études et analyses menées à la demande des pouvoirs publics après la crise boursière de la fin de l'année 1987. La Commission des opérations de bourse a été associée aux travaux de la Commission présidée par M. Daniel Deguen et son secrétaire général a animé un groupe de travail chargé de proposer des améliorations aux modes de contrôle de leurs risques par les opérateurs ainsi que sur les méthodes comptables.

Sans attendre les suites qui seront données en 1988 au rapport de la Commission Deguen, la Commission des opérations de bourse a estimé devoir, le 3 février 1988, adresser à l'ensemble des sociétés cotées, quelle que soit leur type d'activité principal, des recommandations sur les informations destinées au public en ce qui concerne l'utilisation des nouveaux instruments financiers dans les rapports et comptes annuels 1987 ainsi que sur les moyens pratiques à mettre en œuvre à l'intérieur des entreprises afin d'être en mesure d'établir ces informations.

Ces recommandations (qui ont été publiées au bulletin mensuel n° 211 de février 1988) constituent non une réponse définitive aux nombreux problèmes soulevés mais une étape dans la voie du traitement comptable et du système d'information appropriés aux nouveaux instruments financiers.

V. — Le contrôle de la fiabilité des comptes

A. — APPLICATION DE L'ACCORD COB-COMPAGNIE NATIONALE DES COMMISSAIRES AUX COMPTES

L'accord conclu le 24 juillet 1985 entre la Commission et la Compagnie nationale des commissaires aux comptes aux termes duquel la Compagnie s'engageait à faire examiner, de manière approfondie, les dossiers de travail des commissaires aux comptes des sociétés cotées a été décrit dans le rapport de la Commission sur l'année 1985. A l'origine, les contrôles de cet examen national d'activité devaient être étalés sur une durée de trois ans, soit de juillet 1985 à juillet 1988. Cependant, l'augmentation des temps passés par les délégués sur les dossiers, en grande partie imputable à l'approfondissement des dossiers de consolidation, a conduit la Compagnie à étendre la période pendant laquelle les dossiers de tous les commissaires aux comptes des sociétés cotées seraient examinés jusqu'en janvier 1989.

Au cours des trois années passées, les nombres de dossiers de sociétés examinés et de cabinets de commissaires aux comptes concernés ont été les suivants :

	Dossiers de sociétés	Commissaires aux comptes
1985	158	(1) 17
1986	234	190
1987	159	185

(1) Les contrôles ont porté, cette année-là, sur un petit nombre de cabinets de commissaires aux comptes détenant de nombreux mandats.

En ce qui concerne les sociétés du second marché, les dossiers de 14 sociétés relevant de 28 commissaires aux comptes avaient été examinés en 1986. Pour 1987, les chiffres correspondant sont de 28 sociétés et de 50 commissaires aux comptes.

Qu'il s'agisse des sociétés de la cote officielle ou du second marché, les contrôles ont lieu dans le second semestre de l'année à partir du mois d'octobre et il en est rendu compte au C.E.N.A. pour les sociétés de la cote officielle et au C.E.P.R.A. (comité de l'examen pluri-régional d'activité) pour les sociétés du second marché, et à la Commission dans les premiers mois de l'année suivante.

Les commissaires aux comptes ayant fait l'objet d'un second examen ont été, en 1987, au nombre de 7 pour les sociétés de la cote officielle et de 2 pour les sociétés du second marché. Dans tous les cas, ces examens ont montré que des progrès très importants avaient été réalisés par les commissaires concernés et, dans la plupart des cas, les diligences constatées à l'occasion de ce nouvel examen étaient d'un très bon niveau.

D'une manière générale, on ne constate pas de différence marquée sur le plan de la qualité des diligences des commissaires entre les sociétés de la cote officielle et les sociétés du second marché. Dans l'un et l'autre cas, on relève des inégalités importantes entre les diligences des commissaires mais ces insuffisances ne sont pas toujours imputables aux intéressés qui se heurtent souvent à des limitations budgétaires de la part des sociétés contrôlées. On constate néanmoins que beaucoup de commissaires qui se trouvent placés dans cette situation ont pris à leur charge une partie, voire la totalité, des diligences nécessaires non rémunérées. Dans les cas d'insuffisances budgétaires les plus manifestes, la Commission a écrit aux dirigeants des sociétés pour attirer leur attention sur ces anomalies et obtient généralement satisfaction.

Parmi les manquements aux normes professionnelles qui ont pu être constatés par les délégués de la Compagnie, quatre valent d'être cités par leur caractère plus répétitif : l'insuffisante formalisation des contrôles qui s'explique, dans beaucoup de cas, par l'intervention personnelle du commissaire, l'absence de demandes de confirmation de soldes de comptes de tiers dans des cas où elle aurait lieu de s'appliquer, l'absence ou l'insuffisance de supervision des dossiers des commissaires des filiales et enfin le manque d'attention à la qualité de l'information financière dans les annexes des comptes individuels et des comptes consolidés. En ce qui concerne ce dernier point, il semble que la plupart des sociétés cotées et de leurs commissaires aux comptes n'aient pas encore complètement assimilé l'idée que l'annexe fait partie intégrante des comptes et qu'elle forme, avec le bilan et le compte de résultats « un tout indissociable » selon la loi. Le fait que nombre de sociétés établissent des annexes très incomplètes, qu'elles omettent de publier l'annexe, notamment dans la plaquette annuelle, et que leurs commissaires aux comptes s'accommodent de cette situation sans éprouver le besoin de faire une réserve dans leur rapport pour sanctionner l'absence d'informations significatives, sont autant d'indices de cette incompréhension. La relative nouveauté de l'annexe en tant que document de synthèse autorise à espérer qu'il s'agit d'une situation transitoire.

Le 2 novembre 1987, le président du Conseil national des commissaires aux comptes a remis au président de la Commission des opérations de bourse le deuxième rapport du Comité de l'examen national d'activité pour les contrôles effectués dans le deuxième semestre de l'année 1986 dont il a été rendu compte au C.E.N.A. et à la Commission dans le premier semestre de 1987. Ces contrôles ont porté sur les 234 dossiers concernant 190 cabinets visés ci-dessus. Les délégués de la Compagnie ont consacré 4 300 heures au contrôle de leurs confrères, soit environ deux fois plus de temps par dossier qu'en 1985 (19 heures au lieu de 10 heures). Les contrôles de l'Examen national d'activité ont représenté un effort financier important pour la Compagnie puisque, si on y inclut les charges annexes et le coût du service permanent qui organise et supervise les contrôles, leur coût total a été estimé à 9 millions de francs. Pour mieux mesurer l'effort de la Compagnie, il faudrait ajouter à ce chiffre le coût des contrôles des commissaires des sociétés cotées sur le second marché qui n'a pas été communiqué.

Le rapport du C.E.N.A. constate que, parmi les 234 sociétés, 62 avaient des titres cotés au règlement mensuel, et 125 publiaient des comptes consolidés. 13 rapports sur les comptes individuels comportaient des réserves et 1 refusait la certification. S'agissant des comptes consolidés, sur 125 rapports, 17 comportaient des réserves et 2 un refus de certification.

Les contrôles des trois dernières années pour les sociétés de la cote officielle (le dernier rapport du C.E.N.A. portait sur les contrôles de 1986), et des deux dernières années pour les sociétés du second marché, montrent un progrès certain pour les premières, particulièrement pour celles dont les commissaires ont fait l'objet d'un second contrôle. Les sociétés du second marché dont les commissaires ont été examinés sont encore en nombre trop limité (14 en 1986 et 28 en 1987) pour qu'on puisse faire des comparaisons d'un exercice à l'autre valables pour l'ensemble de la population de ces sociétés. Toutefois, les contrôles pratiqués ne semblent pas indiquer, globalement, un niveau de diligences inférieur, de manière significative, à celui constaté dans les sociétés inscrites à la cote officielle.

La Commission reconnaît, une fois de plus, la qualité du travail des délégués de la Compagnie qui, depuis janvier 1988, rendent compte directement de leurs contrôles à la réunion où est représentée la Commission. Leurs constatations et les recommandations du C.E.N.A. ou du C.E.P.R.A. qui en découlent contribuent à améliorer sensiblement l'exercice du commissariat aux comptes dans ces sociétés.

B. — EXAMEN DES DOSSIERS DES COMMISSAIRES AUX COMPTES PAR LA COMMISSION

Depuis l'entrée en application de l'accord conclu entre la Compagnie nationale des commissaires aux comptes et la Commission, les services de celle-ci utilisent moins souvent que dans le passé les dispositions réglementaires permettant à la Commission d'examiner les dossiers des commissaires aux comptes. L'essentiel de leur activité, à cet égard, consiste à prendre connaissance, dans le détail, des contrôles des délégués de la Compagnie et à exploiter les résultats de ces contrôles, essentiellement à l'occasion des appels publics à l'épargne des sociétés concernées, avant l'octroi du visa de la Commission. C'est ainsi qu'en 1987, un audit partiel a été demandé à une société du second marché, la Société Guyomarc'h, qui sollicitait le visa de la Commission en vue d'une augmentation de capital parce que les contrôles de la Compagnie avaient décelé, au travers du dossier du commissaire, des failles dans les procédures et les méthodes comptables suivies par la société.

En 1987, des agents de la Commission ont examiné les dossiers de travail de 27 commissaires aux comptes. Dans 15 cas, il s'agissait de commissaires de sociétés inscrites au second marché qui présentaient des notes d'information au visa de la Commission en vue d'appels publics à l'épargne, ou candidates à l'inscription sur ce marché. Les dossiers de 5 autres commissaires ont été examinés à l'occasion d'enquêtes comptables décidées par le collège de la Commission: celle concernant la Société Sucrière de Pithiviers-le-Vieil, précédemment nommée, et une enquête sur une société ayant fait l'objet d'une plainte reconnue sans fondement dont le dossier a, en conséquence, été classé sans suite.

Dans aucun des 27 dossiers examinés, il n'a été décelé d'insuffisances graves par rapport aux normes de la profession.

VI. — La diffusion de l'information

L'une des conditions de mise en pratique satisfaisante et de l'efficacité d'une bonne politique d'information réside dans l'existence de bons moyens de diffusion de cette information. L'accélération du mouvement de modernisation des marchés financiers n'a pas été accompagnée d'une évolution analogue des techniques de communication. Alors que les marchés exigeraient une information de plus en plus rapide et fournie en temps réel, garantie essentielle de l'égalité des intervenants, les sociétés recourent à des techniques mal adaptées, parfois très coûteuses et souvent peu conformes aux besoins des utilisateurs.

La dispersion des sources d'information est actuellement excessive. La collection des rapports annuels établis par les sociétés constitue la source de base à laquelle il faut, en effet, joindre pour une information complète :

- les statuts déposés au greffe ;
- les avis publiés à la cote officielle concernant le marché des titres ;
- les insertions faites au B.A.L.O. en matière d'information dite périodique (chiffre d'affaires trimestriels, rapports semestriels, comptes annuels provisoires) et de renseignements sur la tenue des assemblées générales (convocation, projets de résolutions) ;
- les insertions faites dans les journaux d'annonces légales par les filiales des sociétés cotées ;
- les notes d'information établies à l'occasion des opérations financières ;
- les communiqués publiés dans la presse au titre de l'information dite permanente.

La réunion d'une documentation aussi éparsée déjà difficile pour les professionnels est tout à fait impossible pour les particuliers en raison de l'absence d'une banque de données centralisant les informations officielles sur les sociétés cotées.

Cette absence recouvre un double paradoxe. Alors que tous les efforts sont tentés pour développer l'actionnariat individuel, la protection de l'épargne grâce à une bonne diffusion de l'information reste insuffisante. D'autre part, alors que les progrès de l'information rendent désormais possible la mise en place d'accès aisés à l'information, ces ressources nouvelles restent largement sous-employées.

Dans le prolongement des recommandations faites en 1986 par la Commission de simplification du droit des sociétés, la Commission estime qu'il faudrait substituer à l'information imprimée une information conservée et diffusée par une banque de données informatique consultable par tout intéressé. La complexité des problèmes soulevés et l'inertie des systèmes existants font qu'une telle transformation ne peut être que progressive. La Commission estime cependant que les efforts devraient concerner par priorité les informations dites périodiques et permanentes.

Les informations périodiques (trimestrielles, semestrielles, annuelles) seraient insérées dans une base de données consultable par des moyens télématiques, ce qui aurait le double avantage d'abaisser les coûts pour les sociétés et d'améliorer la disponibilité de l'information pour les utilisateurs.

En ce qui concerne l'information permanente, le développement du marché continu implique pour les sociétés la possibilité de diffuser à tout moment dans la journée des communiqués accessibles à tous. Ces renseignements devraient donc être insérés à la demande des sociétés dans une base de données accessible à tous les opérateurs professionnels ou appartenant au grand public, de telle manière que seraient assurées l'égalité de tous les intervenants ainsi qu'une information complète et en temps réel du marché.

Il faut souligner enfin que la mise en oeuvre d'une banque de données serait de nature à rendre particulièrement efficace et utile l'utilisation par les sociétés de la procédure de visa rapide instaurée par la Commission en juillet 1987 (cf. page 160).

VII. — L'information prévisionnelle

L'information prévisionnelle par les sociétés est un sujet dont la Commission s'est toujours préoccupée, en particulier lors de l'établissement des notes d'information soumises à un visa et où, parmi les renseignements demandés, figure une rubrique consacrée aux « perspectives » de l'émetteur.

Plus récemment, le législateur est intervenu dans ce domaine pour exiger des informations prévisionnelles de la part de certaines catégories de sociétés. En ce qui concerne les sociétés dont les actions sont inscrites à la cote officielle, la loi n° 84-148 du 1^{er} mars 1984 qui a créé le rapport semestriel en a arrêté la teneur avec précision. Parmi les rubriques ainsi fixées figure une description de « l'évolution prévisible de l'activité au cours de l'exercice ».

En vertu du même texte, toute société commerciale ayant 300 salariés au moins ou réalisant un chiffre d'affaires au moins égal à 120 millions de francs est tenue de communiquer aux commissaires aux comptes et au comité d'entreprise un « compte de résultat prévisionnel ». Cette communication, faite dans les quatre mois suivant l'ouverture de l'exercice, doit être révisée dans les quatre mois suivant la fin du premier semestre et les commissaires aux comptes doivent, le cas échéant, rédiger un rapport signalant les observations appelées par les informations prévisionnelles.

Il ressort de ces dispositions que les prévisions demandées aux sociétés, à l'intention des actionnaires et du public ou à celle des seuls représentants des salariés, comportent des données chiffrées à court terme, ne dépassant pas la fin de l'exercice en cours.

La question se pose de savoir s'il serait utile d'établir d'autres règles demandant la fourniture de prévisions à plus longue échéance. Il est intéressant de rappeler les enseignements tirés d'une réunion des responsables de l'information organisée par la Commission et selon lesquels les prévisions à long terme étaient difficilement vérifiables et trop aléatoires pour faire l'objet de publication car soumises à un grand nombre de facteurs propres à l'entreprise mais surtout extérieurs.

En l'état actuel, les textes et la pratique de la plupart des sociétés font donc que les prévisions restent de portée assez restreinte ; elles n'en posent pas moins certains problèmes.

Le premier porte sur la publication des hypothèses sur lesquelles reposent les prévisions et les méthodes utilisées pour les établir. On peut observer que, dans les pays de langue anglaise habitués depuis longtemps à ce type d'information, les sociétés publiant des prévisions doivent fournir tous ces éléments indispensables à une appréciation correcte des prévisions.

Le deuxième problème, directement lié au premier, est de savoir de quelles garanties les prévisions devraient être assorties et, en particulier, de quelle mission les commissaires aux comptes pourraient être chargés. L'opportunité mériterait sans doute d'être étudiée de demander aux commissaires aux comptes de se prononcer sinon sur les prévisions elles-mêmes, dont la responsabilité ne peut qu'incomber aux seuls dirigeants d'entreprise, du moins sur les hypothèses et les méthodes retenues pour leur élaboration.

En dernier lieu, l'information prévisionnelle, comme toute information de nature à influencer sur les cours de bourse, ne peut être assortie d'aucune discrimination entre ses destinataires. L'application de ce principe dans un tel domaine est certes très délicate ; en particulier, l'égalité entre les salariés de l'entreprise et ses actionnaires est de plus en plus difficile à respecter. Il n'en reste pas moins que le développement souhaitable de l'actionnariat salarié ne peut pas être réalisé au détriment des autres actionnaires et que l'information prévisionnelle destinée aux salariés devrait être rendue publique, sauf à constituer une information privilégiée dont l'utilisation est sanctionnée en tant que telle.

Si des améliorations sont nécessaires dans la diffusion d'informations prévisionnelles par les sociétés, des progrès encore plus importants sont souhaitables dans la publication des études financières réalisées par les analystes.

Le souci d'égalité entre les actionnaires individuels et les gestionnaires professionnels va dans le sens d'une diffusion aussi large que possible de ces études. En effet, la décision raisonnable d'acheter ou de vendre un titre implique un jugement formulé à partir d'une analyse approfondie du passé et des perspectives de la société émettrice. Or ce travail demande la réunion d'une documentation importante fournie par les sociétés dans leurs rapports annuels et au cours des réunions d'information qui se sont heureusement multipliées depuis peu. En outre, tout jugement comporte une comparaison avec d'autres sociétés, notamment avec celles appartenant au même secteur d'activité, ce qui nécessite souvent un retraitement des renseignements financiers fournis par ces sociétés pour leur donner le minimum d'homogénéité indispensable à toute comparaison valable. Enfin, l'activité des entreprises est de plus en plus influencée par l'environnement national et international dont la connaissance devient essentielle.

Ces travaux aboutissent à une appréciation des sociétés et à des prévisions de leurs résultats mises par les analystes à la disposition des gestionnaires professionnels mais que l'actionnaire individuel est en général incapable de réaliser.

Une telle position d'infériorité se révèle d'autant plus dommageable pour l'actionnaire individuel que celui-ci opère sur un marché boursier souvent étroit et fortement influencé par les décisions de gestionnaires professionnels prises au vu des conclusions des analystes. En raison de leur coût, il est néanmoins difficile d'envisager la publication de ces études à l'intention du grand public.

Dans ces conditions le développement d'un actionnariat individuel ne peut être poursuivi sans obtenir une solution qui devrait être recherchée dans l'amélioration de l'information diffusée par la presse et les intermédiaires financiers.

C'est ainsi que le développement de services de conseil en gestion devrait tout naturellement accompagner les services de titres assurés par les intermédiaires financiers, banques et sociétés de bourse. Outre un meilleur acheminement de l'information vers les actionnaires, cela devrait être une des contreparties favorables de la dématérialisation des titres et de l'obligation de dépôt qui en résulte.

Toutefois l'existence d'une presse financière, nombreuse et indépendante, reste sans doute le moyen essentiel d'information du grand public. Plusieurs journaux publient déjà des études sur telle ou telle société. Quelques uns publient régulièrement pour l'ensemble des sociétés un coefficient de capitalisation des résultats sur la base du dernier exercice clos et, plus rarement, un coefficient prévisionnel pour l'exercice en cours. Ce sont là des éléments d'information précieux pour la prise de décision, mais ils seraient utilement complétés par des renseignements sectoriels facilitant la comparaison des données concernant une société avec celles du secteur d'activité auquel elle appartient. En fait, l'évolution souhaitable va nécessairement dans le sens d'une utilisation plus systématique de journalistes ayant une formation d'analyste, rétablissant ainsi un certain équilibre au profit des actionnaires individuels.

CHAPITRE V

Contrôles et sanctions

I. — Enquêtes

Sur décision de la Commission, le service de l'Inspection a entrepris 97 enquêtes en 1987 contre 69 en 1986 et 33 en 1985. Indépendamment des enquêtes habituelles ayant pour but de s'assurer du respect des dispositions légales et réglementaires en matière boursière — opérations d'initiés, franchissements de seuil, déclarations d'interventions sur le marché en période d'offre publique — certaines enquêtes ont répondu en 1987 à des objectifs particuliers. C'est ainsi que des investigations ont été entreprises pour :

- contrôler la régularité des opérations de privatisation ;
- veiller au respect des délais de priorité ouverts aux actionnaires lors de certaines émissions avec renonciation au droit préférentiel de souscription d'actions ;
- examiner les conditions dans lesquelles s'est effectué le placement international d'un emprunt obligataire assorti de bons de souscription ;
- analyser le comportement du marché lors de la crise boursière d'octobre et de novembre 1987 sous les aspects suivants :
 - origine des ordres ;
 - fonctionnement du marché continu, du second marché, du MATIF et du marché des options négociables ;
 - fonctionnement des contrats de liquidité ;
 - interventions des sociétés sur le marché de leurs titres.

A. — CONTRÔLE DES OPÉRATIONS DE PRIVATISATION

Les pouvoirs publics ayant décidé de réaliser les opérations de privatisation dans le cadre du marché boursier, le contrôle de celles-ci incombe naturellement à la Commission des opérations de bourse chargée, en vertu de l'article 1^{er} de l'Ordonnance du 28 septembre 1967, de veiller au bon fonctionnement du marché des valeurs mobilières.

Les règles applicables aux offres publiques de vente, procédures par lesquelles se font les cessions des titres appartenant à l'État, ont pour objectif essentiel d'assurer la diffusion la plus large possible des titres parmi les personnes physiques de nationalité française ou résidentes. Les ordres de celles-ci sont considérés prioritaires et, jusqu'à 10 titres, ont vocation à être satisfaits sans réduction. Ils bénéficient, au surplus, de l'attribution gratuite à raison d'une action pour 10 actions acquises et conservées pendant 18 mois.

Les investigations entreprises par la Commission ont pour but de veiller à ce que les donneurs d'ordres prioritaires répondent bien aux critères définis par la loi et qu'aucun d'eux ne transmet plusieurs ordres de ce type. A cette fin elles doivent être effectuées dans tous les réseaux des intermédiaires financiers sur l'ensemble du territoire national.

Pour y procéder, la Commission a été amenée à demander le concours d'une centaine d'agents de la Banque de France.

Les huit opérations de privatisation les plus importantes réalisées en 1987 — Saint-Gobain, Paribas, Crédit commercial de France, Compagnie générale d'électricité, Agence Havas, T.F. 1, Générale et Suez — ont donné lieu à de telles vérifications.

Elles ont, dès le début, mis en lumière des pratiques qui paraissaient ne pas correspondre aux exigences légales mais que de nombreux intermédiaires suivaient pour des raisons de commodité.

Elles avaient trait essentiellement à la signature individuelle des donneurs d'ordre et à l'ouverture d'un compte-titres par souscripteur.

Sur le premier point, il est apparu que bien souvent les bordereaux d'achat ne comportaient pas la signature personnelle du donneur d'ordre. Soit que les ordres de la clientèle avaient été recueillis par téléphone et qu'aucune confirmation du client n'avait été requise, soit que des gérants de portefeuille se prévalant du mandat général qui leur avait été donné, avaient transmis directement des ordres d'achat pour le compte de leurs clients. Mais cette lacune était surtout relevée pour les ordres donnés pour des comptes-joints. La plupart du temps, dans ce cas, les ordres n'étaient signés que par l'un des titulaires.

La Commission a rappelé dans un communiqué en date du 20 janvier 1987 que la signature individuelle du donneur d'ordre était une obligation. La loi du 6 août 1986 précisant qu'une personne physique ne peut souscrire pour elle-même qu'un seul ordre prioritaire, il est exigé de tous les souscripteurs de s'engager sur l'honneur à ne pas présenter d'autres ordres de cette catégorie auprès d'autres intermédiaires. La conséquence est qu'un bordereau de souscription ne peut être signé que par le donneur d'ordre lui-même, lui seul pouvant s'engager sur l'honneur, et que, s'agissant des comptes-joints, chaque co-titulaire désirant participer à l'opération doit émettre un ordre revêtu de sa signature.

Pour des raisons pratiques, il a cependant été admis que les ordres passés pour des comptes-joints entre époux ne soient signés que par un seul co-titulaire. Mais cette tolérance n'est accordée que sous réserve de l'appréciation souveraine des Tribunaux.

En ce qui concerne l'ouverture de comptes-titres, les intermédiaires avaient pris l'habitude de regrouper sur le compte du chef de famille les titres acquis pour le compte de leurs enfants mineurs. La Commission, relevant que les droits à attribution gratuite étaient attachés à chaque souscripteur et non aux comptes, a demandé dans son communiqué du 20 janvier 1987 qu'il soit procédé à l'ouverture d'un compte-titre par personne et notamment d'un compte-titres par enfant mineur. Cette solution paraissait la mieux appropriée au respect de tous les droits attachés aux actions souscrites et notamment à l'attribution gratuite.

Il en est résulté un accroissement considérable du nombre des comptes-titres. Leur gestion étant apparue lourde et onéreuse aux intermédiaires financiers, la Direction du Trésor, l'Association française des établissements de crédit, la Chambre syndicale des agents de change et la Commission des opérations de bourse ont publié le 8 avril 1987 un communiqué conjoint autorisant les intermédiaires à ouvrir un compte-titres par famille à condition qu'ils en informent la C.O.B. et qu'ils s'engagent à prendre les dispositions permettant l'attribution d'actions gratuites aux personnes conservant leurs titres pendant la période minimale exigée par la loi.

Cette solution qui supposait que le dépositaire puisse isoler dans le compte unique les droits de chaque membre de la famille a été jugée trop contraignante par les intermédiaires financiers. Ceux-ci auraient été en effet conduits à revoir l'organisation informatique de la gestion de leurs comptes-titres.

Afin d'alléger les frais généraux des établissements dépositaires et de les inciter à modérer le niveau des droits de garde, le Directeur du Trésor a assoupli la formule en accordant, le 7 septembre 1987, la possibilité de regrouper sur un seul compte ouvert au nom de l'un des représentants légaux du mineur les titres souscrits au nom de celui-ci et en reconnaissant la parfaite fungibilité des titres dans ce compte. Cette faculté n'est donnée qu'à la condition que soient préservés les droits à attribution d'actions gratuites prévue par la loi. Plusieurs établissements ont indiqué aux services de la Commission qu'ils ne souhaitaient pas s'en prévaloir.

Les investigations auxquelles procède la Commission sur le déroulement des offres publiques de ventes sont lourdes et nécessitent de longs délais. C'est ainsi qu'à la fin 1987, seul l'examen des opérations de privatisation de Saint-Gobain, de Paribas et du Crédit Commercial de France a pu être achevé.

Pour ces trois opérations, les contrôles ont été effectués auprès de plusieurs centaines de guichets : 250 pour Saint-Gobain, 250 pour Paribas et 480 pour le Crédit commercial de France. S'agissant de ces deux dernières, le champ des investigations a été étendu au réseau de le Poste et aux services extérieurs du Trésor.

Les contrôles ont permis de vérifier entre 6 et 8 % du total des ordres prioritaires.

Des irrégularités ont été relevées. Dans la plupart des cas la Commission a obtenu des intermédiaires responsables qu'ils procèdent aux régularisations nécessaires. Elle a demandé à certains d'entre eux de prendre des mesures pour que les opérations de privatisation ultérieures se déroulent dans des conditions de régularité satisfaisante. Elle a notamment adressé des observations

en ce sens aux présidents de la B.N.P., du Crédit lyonnais, de la Société générale et du Crédit mutuel dans les réseaux desquel avait été constaté, lors de l'offre publique de vente des actions Paribas, un taux de bordereaux de souscriptions irréguliers supérieur à celui noté chez les autres intermédiaires.

Des manquements plus graves sont apparus dans certaines charges d'agent de change. Ils ont conduit la Commission à demander à la Chambre syndicale des agents de change de prendre des sanctions disciplinaires à l'encontre des charges concernées : la charge de F qui lors de l'O.P.V. Saint-Gobain a transgressé les règles d'attribution des titres à la clientèle en servant certains clients pour une quantité largement supérieure à celle que permettait la stricte application du taux officiel de réduction ; la Chambre syndicale a condamné la charge à un blâme et à verser la somme de 300 000 F. Les charges C, D, Boscher et E dans l'O.P.V. Paribas et aussi dans celle du Crédit Commercial de France pour la dernière charge, n'ont pas respecté les règles en matière d'acceptation des ordres prioritaires. La Chambre syndicale n'a pas estimé justifié d'intenter à leur égard, une procédure disciplinaire, mais leur a rappelé fermement les obligations qui leur incombent dans de telles opérations.

La Commission a enfin saisi le Parquet pour une infraction commise par une société du Groupe des Assurances Nationales — G.A.N. à l'occasion des opérations de privatisation de Paribas. Au terme de la procédure de gré à gré prévue par la loi du 6 août 1986, le G.A.N. a acquis près de 280 000 actions Paribas qu'il a affectées dans différentes sociétés du Groupe dont 5 Fonds communs de placement. Cette répartition est contestable au regard de la loi de Privatisation, puisque l'objet des Fonds communs est incompatible avec la gestion de participations financières durables dans le cadre d'un actionnariat stable. Mais surtout, il est apparu que les règles de division des risques prévues pour les Fonds communs de placement par la loi du 13 juillet 1979 n'ont pas été respectées. En effet, les titres Paribas placés dans un des Fonds Communs ont représenté 21,16 % des actifs nets de ce Fonds alors que la loi dispose qu'un Fonds commun ne peut employer plus de 10 % de ses actifs en titres d'une même société.

La Commission a demandé que la situation soit régularisée. Elle a estimé par ailleurs qu'il y avait eu une carence grave de la part du dépositaire du Fonds et une irrégularité importante de la part du gérant. En conséquence elle a saisi le Parquet de l'infraction commise par le dépositaire.

En ce qui concerne les donneurs d'ordre les contrôles de la Commission ont permis de déceler un certain nombre de personnes qui ont souscrit plusieurs ordres prioritaires pour leur propre compte, soit dans le même établissement, soit dans des établissements différents. En agissant de la sorte, les personnes ne pouvaient ignorer qu'elles enfreignaient la loi puisque le bordereau d'achat qu'elles signaient comportait l'engagement sur l'honneur de ne pas avoir présenté d'autres ordres prioritaires. Leur comportement était susceptible d'être sanctionné pénalement en application de l'article 161 du Code pénal.

Jusqu'à présent, la Commission a préféré rechercher la régularisation de la situation avec l'accord des souscripteurs concernés avant d'engager des poursuites. Elle leur a demandé d'annuler les ordres d'achat excédentaires, le syndicat de garantie acceptant de reprendre les titres ainsi remis. Tant que les cours des actions étaient supérieurs aux prix de l'O.P.V., une telle

solution apparaissait équitable. Elle devenait par contre choquante, lorsqu'avec la crise boursière, les cours sont tombés au-dessous du prix de l'O.P.V. Aussi la Commission a-t-elle décidé de mettre en garde tous les fraudeurs en leur indiquant qu'en cas de récidives ils s'exposent à des sanctions pénales graves. Elle a décidé de transmettre au Parquet le cas de récidivistes et les cas de souscriptions multiples qui lui apparaîtront importants.

Compte tenu de l'étendue des vérifications, le nombre de fraudes que la Commission a découvert est relativement élevé. Pour les trois enquêtes terminées, il s'établit ainsi :

— Saint-Gobain : 53 cas de souscriptions prioritaires multiples dans le même établissement et 7 dans des établissements différents ;

— Paribas : respectivement 100 et 200 cas ;

— Crédit commercial de France : respectivement 125 et 109 cas.

Les contrôles de la Commission à l'occasion des opérations de privatisation ne se limitent pas à la vérification de la régularité du déroulement des offres publiques de ventes. Des investigations sont menées sur le marché de la valeur après l'O.P.V., notamment pour voir comment s'est réalisé l'équilibre du marché, et pour surveiller un éventuel « retour du papier ».

Dans le cas où la société privatisée avait, avant l'O.P.V., des titres cotés (actions, certificats d'investissement, titres participatifs), des contrôles sont aussi faits sur le marché de ceux-ci avant l'opération pour apprécier la tenue du titre.

B. — COMPORTEMENTS CONTRAIRES AUX RÈGLES DU MARCHÉ

Certaines opérations de professionnels de la Bourse relevées à l'occasion d'enquêtes ont été considérées par la Commission contraires aux règles du marché.

— L'enquête sur le marché des actions *Testut-Aequitas* a notamment mis en évidence des interventions personnelles du responsable du comptant à la charge spécialiste de la cotation de la valeur. Du fait de ses fonctions, ce professionnel a connaissance du marché de toutes les valeurs dont la charge assure la cotation. Il devrait dans ces conditions s'interdire d'opérer sur ces titres pour son propre compte. La Chambre syndicale n'a pas estimé devoir donner de suites disciplinaires à cette affaire comme le lui avait demandé la Commission. En revanche elle a rappelé au titulaire de la charge qu'il y avait lieu de recommander aux membres de son personnel de s'abstenir de toute opération pour leur propre compte sur les valeurs dont la charge assure la cotation et que les opérations de régularisation susceptibles d'être rendues nécessaires par les besoins de liquidité du marché avaient lieu d'être effectuées par des comptes de la charge, à l'exclusion de l'intervention de toute personne physique.

— De telles opérations personnelles, réalisées de manière plus critiquable, ont été constatées sur le marché des actions « *Aux Trois Quartiers* ». La Commission a rendu compte de cette enquête dans son Bulletin mensuel de février 1988.

L'enquête de la Commission des opérations de bourse avait pour but de vérifier que la hausse du cours (+ 74 %) et le volume important de titres échangés (25 % du capital), observés entre mars et décembre 1985, n'avaient pas été provoqués par un ramassage qui aurait dû entraîner une déclaration de franchissement de seuil.

Sur ce point les investigations ont permis de conclure négativement. En revanche, l'enquête a permis de constater que deux salariés de la charge Baudouin avaient effectué à leur profit des opérations gravement anormales.

La Commission a constaté que le responsable de la gestion d'une SICAV avait confié au commis coteur des titres de la Société Aux Trois Quartiers un ordre de céder 2 840 titres et, pour faciliter cette opération, de lui trouver preneur pour un bloc de 1 600 titres. Les principaux acheteurs ont été les deux salariés de la charge Baudouin qui ont revendu dès le lendemain 1^{er} octobre, les 960 actions acquises la veille, à une banque suisse avec laquelle ils travaillaient régulièrement.

Cette opération a permis aux deux salariés en cause de réaliser un profit personnel de 182 000 F pour l'un et de 154 000 F pour l'autre (hors frais).

— La Commission a considéré que les deux commis s'étaient délibérément placés entre l'ordre d'achat et le client final, et que cette opération leur avait permis de s'approprier la différence entre le cours d'achat à la SICAV (4 250 F) et le cours de vente à la banque suisse (4 600 F).

— Qu'en agissant de la sorte, ces deux professionnels avaient violé l'intégrité et la transparence du marché, et porté préjudice à leur client et donc, indirectement, à tous les actionnaires de la SICAV.

Par ailleurs, l'enquête a permis de constater que ces opérations anormales ont été décelées par un fondé de pouvoir et portées à l'attention du titulaire de la charge Baudouin. Malgré cela, aucune mesure de redressement n'a été prise.

Compte tenu de ces faits, la Commission des opérations de bourse a décidé le 5 janvier 1988 de demander à la Chambre syndicale des agents de change de prendre des sanctions disciplinaires contre le titulaire de la charge Baudouin pour défaut de surveillance et d'exiger de celui-ci qu'il prenne les mesures nécessaires pour faire cesser les agissements des deux professionnels en cause.

— L'interposition dans des conditions irrégulières entre l'acheteur et le vendeur de la part non plus de professionnels mais d'une charge elle-même a été établie par l'enquête que la Commission a effectuée sur le marché des actions *La Redoute* et qui a fait l'objet d'un compte-rendu détaillé dans le Bulletin Mensuel de la Commission de décembre 1987.

La Commission a constaté que le jeudi 5 février 1987, le marché des actions *La Redoute*, cotées sur le marché continu, enregistrait un échange de 268 850 actions, soit 22,74 % du capital de la société avec une hausse de 13,92 % du cours (3 160 F plus bas — 3 600 F plus haut). Le mardi 10 février, conformément à l'article 356-1 de la loi du 24 juillet 1966, Le Printemps S.A. déclarait un franchissement de seuil de 14,66 % dans le capital de *La Redoute*, par acquisition de 173 320 titres dont 162 000 le 5 février par l'intermédiaire des charges Boscher et Puget.

La Commission a estimé que les opérations ainsi réalisées ne pouvaient être considérées comme des opérations de contrepartie puisque la réglementation de la contrepartie imposait alors d'agir soit en contre tendance, soit en avance sur le client. Par leur ampleur les interventions de la Charge Boscher ont eu pour effet d'accroître la tendance à la hausse du cours du titre qui a ce jour-là progressé de 13,92 %.

La charge Boscher s'est donc interposée dans des conditions irrégulières entre l'acheteur et le vendeur, en achetant et en vendant les titres pour son compte au préjudice de son client.

De leur côté la Charge F et la Banque Louis Dreyfus ayant un ordre de vente de la part de la Compagnie financière Agache à un prix au moins égal à 3 500 F et un ordre d'achat du Printemps à 3 600 F sont intervenues dans des conditions irrégulières pour leur propre compte, sans courir aucun risque du fait des informations qu'elles détenaient, et ont ainsi porté atteinte aux règles de déontologie en violant le principe de neutralité et en s'attribuant le bénéfice tiré d'un écart de cours important.

Au surplus la Commission a constaté que les opérations dans les deux cas ont donné lieu à un enregistrement dans le Compte Agent X et non dans les Comptes Y ou Z par lesquels doivent transiter les opérations de contrepartie pour permettre un contrôle *a posteriori* de la Chambre syndicale des agents de change.

En ce qui concerne la banque Louis Dreyfus, la Commission a en outre constaté que cet établissement n'avait pas informé son client de l'importance de la commission perçue, le client ayant déclaré qu'il avait été trompé sur l'importance de celle-ci.

La Commission des opérations de bourse a, en l'état, estimé devoir attirer l'attention sur les manquements sérieux aux règles déontologiques constatés dans cette affaire au préjudice de la clientèle. En conséquence, elle a décidé :

— de saisir la Chambre syndicale des agents de change pour demander des sanctions disciplinaires contre les responsables des charges Boscher et Puget ;

— de souligner auprès du Président de la banque Louis Dreyfus les conditions irrégulières dans lesquelles son établissement a exécuté l'ordre de sa cliente et de lui demander de faire connaître à la Commission les mesures prises pour sanctionner ces irrégularités et réparer le préjudice subi par sa cliente ;

— de rendre publique les conclusions de la Commission.

Saisie de cette affaire, la Chambre syndicale des agents de change a fait connaître à la Commission qu'elle avait pris vis-à-vis des charges concernées les mesures suivantes :

— le versement de la somme de 500 000 F par la Société Alain Boscher S.A. à la Chambre syndicale qui la reverserait au fonds de garantie prévu par la loi du 22 janvier 1988 ;

— le versement par la charge de M. F de la somme de 490 000 F à la Chambre syndicale qui serait remise à la disposition de la Banque Louis Dreyfus.

Elle n'a pas retenu les motivations présentées par la C.O.B. selon lesquelles ces opérations étaient contraires à la loi qui n'autorise la contrepartie que dans le cadre des règles édictées par le règlement général de la Compagnie des agents de change et selon les procédures qu'elle fixe. Elle a néanmoins relevé que le compte « Agent X » est réservé à d'autres opérations que celles pour lesquelles il a été utilisé.

Toutefois, elle n'a pas considéré que ces interventions portaient atteinte à l'intégrité du marché. La Commission a maintenu sa position sur cette affaire. Il appartient bien évidemment aux autorités judiciaires ou disciplinaires saisies par la Commission des opérations de bourse des résultats des enquêtes d'en tirer les conséquences sur le plan pénal ou disciplinaire. On ne saurait, à cet égard, considérer que le fait que la saisine de ces autorités soit publique soit de nature à porter atteinte à l'indépendance de leur décision. Le fait pour la Commission de rendre publiques ses constatations, et les suites relevant de ses pouvoirs qu'elles comportent — y compris de façon nominative lorsque les faits sont patents ou justifient une mise en garde du public — apparaît au contraire de nature à renforcer la transparence du marché et la protection de l'épargne et à faire progresser les règles de conduite professionnelle.

Ne disposant pas, en l'état actuel des textes, de la possibilité de faire appel des décisions disciplinaires de la Chambre syndicale, la Commission n'a pu que prendre acte des décisions de la Chambre et rendre publiques les mesures qui les ont sanctionnées.

Par ailleurs, la Commission a demandé à la banque Louis Dreyfus de remettre les sommes perçues abusivement à la disposition de son client.

— La Commission a également demandé à la Chambre syndicale des agents de change d'exercer ses pouvoirs disciplinaires à l'encontre de M. de F, agent de change à Bordeaux pour des opérations effectuées sur le marché des actions Kalamazoo. L'enquête de la Commission avait révélé un certain nombre d'irrégularités commises par M. de F : déclaration en compte de titres nominatifs effectuée de manière manifestement anormale, valorisation peu satisfaisante de valeurs non-cotées dans des Fonds communs de placement, opérations personnelles de contrepartie. Après de nouvelles investigations, la Chambre syndicale n'a pas cru devoir retenir les deux premiers griefs. En revanche, elle a estimé effectivement que M. de F avait à tort imputé à son compte personnel certaines interventions sur le marché qui auraient dû être effectuées par un compte de la charge. Pour avoir confondu le domaine de l'activité professionnelle et celui de la gestion de son patrimoine privé, la Chambre syndicale a infligé à M. de F l'interdiction d'entrer en bourse pendant une durée d'un mois, une amende de 200 000 F à titre personnel et le contrepassement à un compte de la charge des opérations personnelles incriminées.

— A la suite de plaintes de porteurs de part de Fonds communs de placement dont la charge K est le dépositaire et indirectement le gérant, les services de la Commission ont procédé à une enquête sur les conditions dans lesquelles s'était déroulée l'offre publique de vente des droits de souscription à des certificats d'investissement de la *Société du Louvre*. Les plaignants indiquaient que leurs Fonds communs avaient acquis des droits de souscription à 25 F l'unité, soit au prix de l'O.P.V. réalisée plus de quinze jours auparavant alors que le cours de bourse du droit à la date de l'achat n'était plus que de 0,40 F.

Les contrôles de la Commission n'ont pas révélé d'opérations frauduleuses. Ils ont cependant fait apparaître un certain nombre d'anomalies. Notamment la charge a opéré une répartition des droits obtenus entre les différents fonds de façon tout à fait discrétionnaire. Au surplus, cette attribution s'est faite tardivement.

La Commission a estimé que ces pratiques étaient contestables au regard de la déontologie professionnelle et a transmis l'ensemble du dossier à la Chambre syndicale des agents de change. Celle-ci a considéré inadmissibles les conditions dans lesquelles l'opération avait été enregistrée dans les comptes des Fonds communs de placement. Elle a en conséquence ordonné aux titulaires de la charge de faire rétablir, aux frais de la charge, les comptes des fonds communs concernés dans la situation où ils auraient dû normalement se trouver ; c'est à dire de décompter les achats des droits au cours de 0,40 F à la date à laquelle les fonds ont été débités de l'opération, et non au cours de 25 F, prix auquel a été effectuée l'O.P.V.

Enfin, à la suite de plusieurs plaintes, la Commission a été amenée à procéder à une enquête sur des opérations effectuées par un remisier-gérant de portefeuille, Monsieur G. Les plaignants qui avaient confié un mandat de gestion pour constituer et gérer leur portefeuille de valeurs mobilières, attiraient l'attention de la Commission sur l'importance du volume des opérations engagées et de leur caractère hasardeux.

Le comportement de M. G est apparu critiquable à plusieurs égards :

— dans la recherche de sa clientèle, Monsieur G divulguait les extraits de comptes de certains de ses clients dans le but d'inciter des tiers à devenir clients à leur tour et afin de prouver une bonne gestion réalisée au profit des personnes qui lui faisaient confiance. De tels faits constituent une violation du secret professionnel et un manquement grave aux règles déontologiques devant régir la profession ;

— dans le cas d'un client, Monsieur G n'a pas respecté les clauses du mandat de gestion signé avec celui-ci, en effectuant des opérations très spéculatives, expressément interdites par le contrat ;

— enfin, il est apparu que pour la plupart des clients, la multiplication des opérations effectuées pour leur compte, a fait subir à ces personnes de lourdes pertes et n'avait d'autre but que de permettre la rétribution du gérant sous la forme de remises sur courtages.

La Commission a décidé de transmettre l'ensemble des faits relevés aux autorités judiciaires qui apprécieront les suites à donner à cette affaire, en indiquant qu'elle souhaitait que la carte de remisier-gérant de portefeuille de Monsieur G lui soit retiré. Cette carte lui a été effectivement retirée.

Un exemple des problèmes de sécurité du marché lié à l'intervention d'une société de remise, a été donné par les interventions de la Société Arbitrage S.A. pour le compte de la Société COGEMA. Par un communiqué officiel publié le 18 décembre 1987, la COGEMA a annoncé qu'elle avait perdu 250 millions de francs entre mai 1986 et juin 1987 sur le MATIF et sur le marché de gré à gré d'options sur contrat notionnel et qu'elle portait plainte.

Dans le cadre de la gestion d'une partie de sa trésorerie, la COGEMA était devenue cliente, en mai 1986, de la charge J par l'intermédiaire de la société de remise Arbitrage S.A. Cette société, créée, contrôlée et animée par MM. H et I, s'était vue confier en mai 1986 les responsabilités techniques et opérationnelles de l'ensemble des activités de la charge J sur les marchés à terme financiers.

Jusqu'à la fin du mois d'août 1986, les engagements de la COGEMA sur le MATIF sont restés limités et les résultats de ces opérations ont été globalement positifs. A partir du mois de septembre 1986, MM. H et I ont fait prendre à la société des positions beaucoup plus considérables, tant sur le MATIF que sur le marché de gré à gré des options sur contrat notionnel. Sur le seul marché officiel, les positions ont rapidement atteint plusieurs milliers de contrats et se sont maintenues à ce niveau jusqu'en mai 1987.

De juin à septembre 1987 un nouveau trésorier, ayant fait le point sur ces opérations en cours et découvert la gravité de la situation, a clôturé tant les contrats MATIF que les contrats sur les options de gré à gré.

La clôture des positions a laissé finalement apparaître 130 millions de francs de pertes sur contrats MATIF et 120 millions sur options de gré à gré.

Le service de la Trésorerie de la COGEMA n'a pas été à même de suivre régulièrement les positions prises en son nom par M. H : cette situation anormale a eu notamment pour cause la solution de continuité qui a existé de novembre 1986 à la date de la nomination d'un nouveau trésorier. L'absence de procédures de contrôle efficaces présentait d'autant plus de risques que les relations entre la COGEMA et ses deux intermédiaires financiers n'avaient jamais été formalisées par écrit.

Mais l'examen des opérations initiées par Arbitrage pour le compte de la COGEMA, montre que la société de remise a profité de la confiance que lui accordait la COGEMA. En multipliant les opérations quotidiennes (certains jours, des aller et retour ont été effectués sur plusieurs milliers de contrats) Arbitrage a pu facturer à son client des courtages considérables.

Comment, par ailleurs, ne pas s'interroger sur le fait que, malgré la compétence et l'habileté reconnues des commis d'Arbitrage S.A. sur le marché, les positions prises pendant plusieurs mois pour le compte de la COGEMA aient été régulièrement (et certains jours, systématiquement) perdantes ?

En outre, si les opérations sur le MATIF faisaient bien l'objet d'une comptabilisation régulière, tel n'était pas le cas de celles effectuées de gré à gré. La COGEMA n'a donc pas pu disposer des documents nécessaires pour suivre l'intégralité de ses positions.

Enfin, dans cette affaire, la charge J a joué un rôle indéniable. En confiant, en mars 1986, à la société de remise Arbitrage S.A. le soin de développer ses activités sur le MATIF et les marchés connexes, la charge ne pouvait ignorer qu'elle continuait à en assumer la responsabilité en tant que seule adhérente de la C.C.I.F.P. Or, du fait notamment de l'opacité des liens juridiques, financiers et administratifs qui unissaient la société de remise et la charge, celle-ci a éprouvé les plus grandes difficultés à contrôler et à maîtriser le développement des opérations effectuées en son nom par M. H En témoigne notamment le fait que ce dernier a pu passer des écritures dans la comptabilité de la charge et qu'il a pu utiliser la raison sociale de MM J.F.A. J dans ses relations commerciales.

Pour ces motifs, le Conseil d'administration de la C.C.I.F.P. a prononcé le 29 mars 1988 la radiation de la charge J du MATIF.

C. — ENQUÊTE SUR LE PLACEMENT D'UN EMPRUNT OBLIGATAIRE

La Commission a été amenée à examiner les conditions dans lesquelles s'est déroulé le placement de l'emprunt obligataire assorti de bons de souscriptions d'actions émis par la Société Moët-Hennessy le 6 mars 1987. Il s'est agi de vérifier si les modalités retenues, notamment le choix d'une procédure de placement international, n'avaient pas privé les anciens actionnaires de la possibilité de réaliser une plus-value.

1) Les caractéristiques de l'émission

Approuvée par le Conseil d'administration de Moët-Hennessy le 5 mars 1987, l'opération dirigée par Lazard Frères et C^{ie} a porté sur 80 000 obligations d'une valeur nominale de 10 000 F. Ces obligations, émises au pair, portent intérêt au taux de 1 % et sont amortissables in fine le 8 avril 1997. A chaque obligation sont attachés 18 bons permettant de souscrire, jusqu'au 8 avril 1990, 18 actions Moët-Hennessy au prix de 2 720 F. Depuis le 9 avril 1987, cette émission est cotée à la Bourse du Luxembourg en trois lignes, l'obligation cum-warrants (avec les 18 bons de souscription), l'obligation ex-warrants (sans les bons) et le bon de souscription.

Au cours des travaux préparatoires, la valeur des obligations ex-warrants ressortait à 47 % en prenant comme hypothèse un taux de rendement du marché secondaire de 9,5 % et le prix des bons variait de 302 à 498 F selon la méthode de calcul retenue. Ainsi, il était constaté que le prix de l'O.B.S.A. Moët-Hennessy devait s'établir entre 101 et 136 % sans qu'il soit possible de déterminer exactement comment le marché apprécierait le bon de souscription.

Dès les premières heures de négociation, le prix de l'O.B.S.A. Moët-Hennessy a atteint 127 %, la valeur des obligations ex-warrants s'établissant à 47,5 % et les bons s'échangeant autour de 450 F. Ces prix ont peu évolué sur le marché au cours des semaines qui ont suivi le lancement de l'opération.

2) Le placement des O.B.S.A. émises

Le syndicat chargé de la garantie et du placement comportait 18 banques dont 9 étaient françaises. Ces dernières sont intervenues à hauteur de 67 % de l'émission au titre de la garantie et ont assuré 88 % du placement. Cette distorsion résulte des critères de sélection retenus par Lazard Frères et C^{ie}, agissant en liaison avec la société Moët-Hennessy lors de la détermination de l'allocation de chaque établissement.

Cinq banques françaises dont l'une agissait pour le compte d'une compagnie d'assurances ont reçu des dotations importantes (10 à 13 % de l'émission chacune); ces établissements ont l'intention de ne pas remettre sur le marché, sans en avoir préalablement informé les dirigeants de la société Moët-Hennessy, la majeure partie des bons de souscription qui leur ont été attribués ou des actions obtenues au moyen de ces bons. Globalement, ils détiennent dans leurs actifs ou dans les actifs des sociétés de portefeuille qu'ils contrôlent une très large part des warrants émis.

Compte tenu de la fraction de l'émission directement placée par la banque chef de file auprès de sa clientèle gérée ou conseillée ou d'investisseurs considérés comme stables, il apparaît que la majorité des bons de souscription ont été cédés à des investisseurs choisis.

3) Observations

L'examen des modalités selon lesquelles s'est déroulée l'émission de l'O.B.S.A. Moët-Hennessy appelle plusieurs remarques :

a) L'autorisation donnée par l'Assemblée générale extraordinaire du 6 juin 1986 au Conseil d'administration pour effectuer cette opération prévoyait que si l'émission était réalisée en France, les actionnaires devaient bénéficier d'un délai de priorité pour souscrire aux O.B.S.A., les obligations non souscrites par ceux-ci devant ensuite faire l'objet d'un placement public.

Les investigations ayant montré que près des 2/3 des titres ont été placés auprès d'investisseurs français, il est difficile d'affirmer qu'il y a eu placement public à l'étranger, alors qu'il y a eu pour l'essentiel, placement en France auprès de personnes préalablement contactées et sans délai de priorité de souscription ouvert aux anciens actionnaires.

b) Les commissaires aux comptes n'ont fait aucune remarque particulière sur les propositions du Conseil d'administration à l'Assemblée générale extraordinaire du 6 juin 1986.

c) Les actionnaires anciens, insuffisamment informés, n'ont pas pu profiter des plus-values importantes dont ont pu bénéficier les investisseurs choisis par la banque chef de file et la société Moët-Hennessy.

Dans la mesure où la majeure partie des titres émis a été placée auprès d'investisseurs français, la Commission des opérations de Bourse estime que cette opération aurait dû être réalisée conformément aux règles qui régissent les émissions internes en préservant les droits des anciens actionnaires. Elle considère qu'une procédure de placement international ne peut être retenue dès lors que la fraction des titres directement souscrite par des investisseurs nationaux devient significative.

D. — ENQUÊTE SUR L'UTILISATION DE « BONS PROVISOIRES »

Une enquête enfin a été entreprise à la demande d'un organisme étranger, qui utilise depuis de nombreuses années les services d'une banque française pour la conservation de son portefeuille et l'exécution de ses ordres de Bourse et qui a fait part à la Commission des opérations de Bourse des difficultés qu'il rencontre depuis plusieurs mois dans ses opérations sur valeurs françaises.

Cet organisme se plaint en particulier, de recevoir de plus en plus fréquemment des « bons provisoires » au lieu et place des titres dont il a fait l'acquisition : ces « bons » se présentent sous la forme de simples promesses de livraison, comportant le nom de la valeur, le nombre de titres à livrer et le nom de l'intermédiaire bénéficiaire. Ils sont datés et signés.

Afin de disposer des éléments d'appréciation nécessaires, la Commission des opérations de Bourse a fait effectuer une enquête au sein des services titres de la banque concernée.

1) Une procédure ancienne dont l'usage s'est abusivement répandu

Des instructions et circulaires anciennes de la Chambre syndicale des agents de change (certaines datant de plus de vingt-cinq ans) ont autorisé l'utilisation de bons provisoires entre intermédiaires financiers. Mais ces autorisations, qui avaient pour but de faciliter les mouvements de trésorerie, n'étaient valables que dans certains cas strictement définis : difficultés résultant de la livraison tardive ou de la non livraison de droits de souscription à des actions nouvelles, pendant la période de pré-tirage, de lignes d'obligations admises dans le secteur R.P.T.A. de la SICOVAM d'un montant supérieur à 100 000 F. En outre, dans les cas où leur utilisation était autorisée, les bons émis devaient être apurés dans un délai maximum de 10 jours. Mais, parce qu'elle fonctionnait à la satisfaction de tous les intermédiaires, cette procédure a peu à peu débordé le cadre strict que lui fixaient les textes réglementaires. Il apparaît notamment que, depuis 1982, l'aggravation des difficultés de livraison (notamment de titres nominatifs) liée au processus de dématérialisation mis en oeuvre alors que se développaient à un rythme rapide les transactions boursières, a entraîné une généralisation anormale de l'emploi des bons provisoires.

La Commission des opérations de Bourse estime que cette généralisation, en perturbant le déroulement des opérations de livraison, est de nature à porter atteinte à la qualité des services offerts en ce domaine par la Place de Paris.

2) Risque et inconvénients des bons provisoires

L'enquête a fait apparaître que l'emploi de bons provisoires n'est pas sans risque et présente, en outre, plusieurs inconvénients graves.

a) *Le risque*

Le risque est celui de la valeur des bons. Valeur comptable : dans le cas d'espèce, elle est nulle puisque les bons ne font l'objet d'aucune sorte de comptabilisation ; valeur juridique : toujours dans le cas étudié, cette valeur est pour le moins sujette à caution dans la mesure où les signataires des bons, compte tenu de leur rang hiérarchique, ne sont pas habilités à engager l'établissement auquel ils appartiennent.

Dans ces conditions, la seule valeur de ces bons est celle que leur confère l'usage : en cas de contestation grave, elle serait sans doute de peu de poids.

b) *Les inconvénients*

Ils sont de deux sortes :

Pour les intermédiaires financiers, l'utilisation des bons aboutit à séparer deux opérations qui ne devraient pas en principe pouvoir être dissociées : la livraison et le règlement. Lorsque, comme c'est le cas dans l'exemple en cause, les mouvements de trésorerie sont immédiatement comptabilisés, ces écritures restent sans contrepartie puisque les bons censés représenter les titres négociés ne sont, eux, inscrits ni dans la comptabilité générale des établissements émetteurs ni même dans une comptabilité auxiliaire.

L'utilisation de bons provisoires crée donc un déséquilibre comptable qui ne saurait être admis.

Pour les clients finaux, qui ont donc payé des titres dont ils ne sont pas livrés, la réception de ces bons est source de nombreuses difficultés : les plus courantes sont liées au paiement des dividendes (puisque ces clients ne sont pas répertoriés comme actionnaires aux yeux de la banque responsable du service financier) ; les plus délicates naissent lorsque sont annoncées des opérations sur le capital (distribution d'actions gratuites, augmentation en numéraire etc.).

Ces difficultés sont d'autant plus grandes que les titres en cause sont essentiellement nominatifs.

L'importance du risque et la gravité des inconvénients sont aussi proportionnelles à l'augmentation des délais d'apurement des bons émis. A cet égard, l'enquête menée par la Commission des opérations de Bourse a montré que ces délais n'ont fait qu'augmenter depuis 1986 pour atteindre souvent plusieurs mois et même, dans quelques cas, plus d'un an.

3) Recommandation de la Commission des opérations de Bourse

Alors que sont conduites depuis plusieurs mois les études préalables à la mise en place d'une organisation plus efficace de règlement/livraison, la Commission des opérations de Bourse juge nécessaire :

que l'utilisation de bons provisoires soit dès maintenant systématiquement bannie par les intermédiaires financiers ;

que des mesures spécifiques soient prises pour apurer dans de brefs délais tous les bons en circulation ;

que soient rapidement adoptées, par tous les intermédiaires financiers, des règles administratives et comptables propres à donner à la clientèle française et étrangère la pleine possession de ses avoirs en titres et en espèces dès l'exécution des ordres sur le marché.

II. — Opérations d'initiés

A. — TRANSMISSIONS AU PARQUET

La Commission a estimé que les opérations qui avaient été relevées dans deux enquêtes étaient susceptibles de tomber sous le coup de l'article 10-1 de l'ordonnance du 28-09-67 relative aux délits d'initiés et les a en conséquence soumises aux autorités judiciaires.

La première a concerné le marché des actions de la société Chargeurs S.A. L'annonce le 1^{er} août 1986 de la cession par celle-ci de sa filiale Chargeurs Réunis, déficitaire, avait été précédée d'une animation du marché et d'une hausse du cours des actions Chargeurs S.A. L'enquête que la Commission a entreprise a montré que des achats de titres Chargeurs S.A. avaient été effectués par l'épouse d'un des dirigeants des Chargeurs Réunis, la veille du communiqué annonçant le contenu de l'accord. Un ancien salarié des Chargeurs Réunis avait également procédé à des achats de titres qui ont d'ailleurs créé un important découvert sur son compte espèces. Le Parquet a classé sans suite ce dossier.

La seconde enquête a porté sur le marché des actions de la société Calciphos dont l'essentiel de l'actif est constitué par une participation dans le capital de la BAFIP. La Commission avait en effet noté des transactions importantes en titres Calciphos et une hausse sensible du cours de cette valeur quelques mois avant l'annonce, en février 1985, de l'introduction au second marché des actions de la BAFIP — événement qui devait nécessairement entraîner une revalorisation notable du titre Calciphos —.

Ces mouvements pouvaient être dus à des interventions d'opérateurs avertis du projet d'introduction de la BAFIP. L'enquête de la Commission a établi que des achats d'actions avaient été effectués à l'époque par un groupe d'investisseurs sur les conseils du président de Calciphos lui-même, et que les titres ainsi achetés avaient été revendus avec un bénéfice substantiel dès l'annonce de l'introduction de la BAFIP. Les conditions dans lesquelles ces opérations se sont déroulées, à un moment où le projet d'introduction était arrêté, ainsi que la façon dont les bénéfices réalisés ont été répartis, ont conduit la Commission à saisir le Parquet de l'ensemble des faits constatés.

B. — DÉCISION JUDICIAIRE EN MATIÈRE D'INITIÉS

En 1987, une décision judiciaire est intervenue dans une affaire portant sur les titres de la société Thomson-C.S.F. La Commission avait relevé certaines opérations effectuées avant l'annonce de la signature d'un important contrat d'armement conclu entre la France et l'Arabie Saoudite, contrat dont la société Thomson-C.S.F. était la principale bénéficiaire. Il était apparu qu'un certain nombre d'opérations boursières avaient été effectuées par des personnes qui pouvaient disposer d'informations privilégiées à l'occasion de l'exercice de leurs fonctions à l'intérieur de l'administration ou en raison des relations professionnelles qu'elles entretenaient avec la société.

Par un arrêt du 11 février 1987, la Cour d'appel de Paris a confirmé la décision du Tribunal correctionnel relaxant les deux opérateurs qui étaient intervenus sur le marché du titre. La Cour a considéré qu'il n'existait pas de lien entre les opérations réalisées sur le marché et l'information non connue du public et détenue par ces opérateurs.

III. — Plaintes

A. — PLAINTES CONCERNANT LE MARCHÉ BOURSIER

1) La gestion de portefeuilles

La Commission des opérations de Bourse a reçu en 1987 un nombre important de plaintes émanant d'épargnants et relatives à la gestion de leur portefeuille par des gérants de portefeuille, des banques ou des agents de change. Les plaignants ayant perdu de l'argent lors de la crise boursière se sont penchés plus attentivement sur la gestion de leur portefeuille et ont saisi la Commission des opérations effectuées pour leur compte ; mais ils ont été très fréquemment déçus parce que cette gestion ne reposait pas sur un contrat écrit et procédait d'un mandat tacite.

Dans le cadre d'un tel mandat, toutes les opérations sont réputées réalisées par le client et le gestionnaire a toute latitude pour procéder aux opérations de Bourses les plus étendues. Certains gestionnaires de portefeuille ont ainsi pu se livrer à une gestion spéculative dont les conséquences ont été désastreuses pour l'épargnant lors de la crise boursière. Or celui-ci est responsable, vis-à-vis de l'intermédiaire qui détient ses comptes, des débits dus au titre de ces opérations. Pour tenter de se soustraire à cette obligation, le client peut éventuellement tenter de rapporter la preuve d'un contrat de gestion tacite entre lui-même et l'intermédiaire, mais cette preuve est très difficile à faire lorsque les relations de confiance entre les deux parties se sont détériorées.

La loi sur les bourses de valeurs du 22 janvier 1988 prévoit, dans son article 20, l'obligation d'une convention écrite entre les intermédiaires financiers et leurs clients. L'article 20 dispose : « Les sociétés de Bourse, les établissements de crédit et les intermédiaires en opérations de banque, les établissements visés à l'article 8 et à l'article 99 de la loi n° 72-1128 du 21 décembre 1972 précitée et les organismes de placement collectif en valeurs mobilières ne peuvent assurer la gestion des sommes valeurs ou effets de leur clientèle qu'en vertu d'une convention écrite ».

L'obligation d'une convention écrite entre le gestionnaire d'un portefeuille et son client est de nature à assurer à ce dernier une meilleure protection de ses droits. Toutefois, il convient d'observer que plusieurs problèmes, liés en particulier au contenu de la convention, à sa clarté, à la portée réelle des engagements pris par le client qui n'est pas toujours suffisamment « éclairé » sur les risques encourus à l'occasion de certaines opérations, subsistent. C'est pourquoi l'attention des épargnants est attirée sur le fait que cette convention écrite ne fait pas actuellement, en France, l'objet d'un contrat-type qui énumérerait de façon très détaillée l'ensemble des mentions devant y figurer, comme cela est le cas sur d'autres places boursières (au Royaume-Uni par exemple). Il appartient en conséquence aux épargnants de se montrer très vigilant quant à l'étendue des pouvoirs laissés au mandataire dans le texte de cette convention.

2) La couverture des ordres sur le marché à terme

— Les banques (règlement n° 87-09 du 22 juillet 1987), ainsi que les agents de change, sont tenus d'exiger la constitution d'une couverture préalablement à la transmission de toute opération effectuée sur le marché à terme. Si la couverture des opérations à terme d'un client devient insuffisante, les banques sont habilitées à exécuter la position et à réaliser la couverture dans les mêmes conditions que l'agent de change vis-à-vis de ses clients.

— Une jurisprudence constante considère la remise de titres en couverture comme un paiement (ou une dation en paiement) anticipé et conditionnel du solde de la liquidation si celui-ci est débiteur.

En conséquence :

- l'intermédiaire n'est pas obligé de reporter une position non couverte. Il peut donc liquider ou réduire *d'office* la position le dernier jour de la liquidation ;

- l'intermédiaire peut liquider ou réduire *d'office* la position et aliéner la couverture si le client n'a pas réglé le débit de sa liquidation le jour des règlements (dernier jour du mois calendaire) ;

- à tout moment, entre deux liquidations, l'intermédiaire peut mettre en demeure son client de reconstituer la couverture de sa position. Si le client refuse ou ne répond pas dans le délai d'un jour de bourse, il liquide sa position, et la couverture s'il y a lieu.

Il convient de remarquer que la responsabilité de l'intermédiaire n'est toujours pas clairement affirmée : si l'agent de change est tenu de réclamer une couverture initiale (article 89 du règlement général), par contre, il peut mais n'est pas tenu de liquider une position insuffisamment couverte (article 92).

Les dispositions du décret du 7 octobre 1890 abrogées par la loi sur les bourses de valeurs prévoyaient que le client ne pouvait se prévaloir du défaut de couverture pour prétendre se soustraire aux conséquences des opérations boursières réalisées en son nom. La nouvelle rédaction du règlement général qui a repris l'ensemble des règles sur la couverture n'a pas conservé cette disposition.

— Cependant, si la jurisprudence interprétait strictement cette dernière règle, celle-ci ne mettrait pas obstacle à la recherche de la responsabilité civile de l'intermédiaire financier (Cour de cassation 22 mars 1985). La faute de l'intermédiaire pourrait consister dans l'exécution des ordres de son client malgré le défaut de couverture, ceci entraînant des risques de spéculation abusive. Cette jurisprudence permet d'étayer la position de la Commission (bulletin n° 158 de juin 1981 rappelé dans le bulletin n° 204 de juin 1987) qui a affirmé que « la couverture avait aussi pour finalité de protéger le donneur d'ordre contre les risques liés à une spéculation abusive ».

Il convient de rappeler ici la jurisprudence selon laquelle le donneur d'ordre peut toujours se prévaloir de la faute professionnelle que le banquier, tenu envers lui d'un devoir de conseil, a pu commettre en ne le renseignant pas sur le fonctionnement du marché à terme et sur les règles de couverture, et en lui permettant de se livrer à des opérations inconsidérées. En effet, le donneur d'ordre profane est en droit d'attendre de tout professionnel à qui il fait confiance que celui-ci le mette en garde contre les erreurs les plus grossières qu'il risque de commettre.

B. — LES RELATIONS INTERMÉDIAIRES FINANCIERS-CLIENTS

Saisie d'un nombre important de plaintes, émanant de particuliers, la Commission des opérations de Bourse a relevé que certains intermédiaires financiers, notamment les caisses d'épargne et la poste, ne parviennent pas à répondre dans de bonnes conditions à la demande de leur clientèle. Ainsi, la Commission des opérations de Bourse a constaté des lacunes dans l'exécution des ordres ainsi que dans l'information de la clientèle en ce qui concerne, par exemple, les changements inopinés de tarif ou lors d'opérations sur le capital auxquelles ils sont appelés à participer.

1) L'exécution des ordres

Les services de la Commission des opérations de Bourse ont dû intervenir à plusieurs reprises aux fins de régularisation à la suite de la mauvaise exécution d'ordres de Bourse par les caisses d'épargne et le réseau de la poste. Il y a lieu de relever que les principales critiques faites à ces établissements portent en particulier aussi bien sur le retard de l'exécution de l'ordre que sur l'information donnée après la réalisation de l'opération par l'envoi de l'avis d'opéré. La Commission des opérations de Bourse qui avait été saisie de plaintes pour des retards importants dans l'envoi des avis d'opéré, retard allant parfois jusqu'à six mois constate aujourd'hui la généralisation de ces retards qui ne permet plus à la clientèle de gérer de manière satisfaisante son portefeuille titres.

Lorsqu'il est établi que l'ordre a été exécuté tardivement et qu'il en résulte un préjudice pour le plaignant, la Commission des opérations de Bourse considère que ce préjudice doit être réparé au moyen d'une indemnisation. Il appartient donc à ces établissements d'améliorer par une structure appropriée, la qualité des services rendus, de manière à éviter le renouvellement de tels litiges. L'exécution des ordres de Bourse dans des conditions satisfaisantes serait alors de nature à accroître la confiance du client vis-à-vis de l'établissement teneur de comptes.

2) Relations contractuelles avec la clientèle

La Commission des opérations de Bourse a pu relever de fréquentes plaintes contre les établissements bancaires et concernant l'aménagement des relations contractuelles avec la clientèle.

D'une part, la Commission des opérations de Bourse a reçu de nombreuses réclamations au sujet de transfert de portefeuilles d'un intermédiaire à un autre. Ces transferts nécessitent généralement un délai excessivement long au regard de la rapidité de décision qu'exige la nature même du marché boursier. La Commission des opérations de Bourse déplore ce retard.

D'autre part, la Commission des opérations de Bourse a dû répondre à différentes questions relatives au fonctionnement et aux tarifs pratiqués par les établissements bancaires, saisie de plaintes sur les changements inopinés de tarifs, elle a élaboré une recommandation concernant les tarifs des frais supportés par les détenteurs de valeurs (recommandation n° 87-03 du bulletin mensuel n° 209 du mois de décembre 1987).

3) L'information des épargnants

La Commission des opérations de Bourse a constaté des lacunes dans l'information des actionnaires à l'occasion d'opérations portant sur le capital. Tout organisme bancaire se doit d'aviser le client de l'opération et lui procurer la note d'information établie par la société préalablement à l'opération envisagée.

A cet égard, la Commission des opérations de Bourse rappelle que la note d'information qu'elle a visée lors de l'émission de valeurs nouvelles admises à la cote officielle doit être mise à la disposition du public, soit au siège de la société, soit aux guichets des intermédiaires financiers introducteurs, soit encore à la Commission des opérations de Bourse et à la chambre syndicale des agents de change, au plus tard le jour de la publication de l'avis de la chambre syndicale annonçant l'introduction à la cote officielle.

4) Le marché continu

L'attention de la Commission des opérations de Bourse a été attirée à plusieurs reprises sur l'exécution d'ordres de Bourse libellés « au mieux » passés sur le règlement mensuel, et plus particulièrement sur le marché des valeurs cotées en continu. Ses services ont donc été amenés à rappeler aux épargnants le fonctionnement de ce marché.

— L'ordre « au mieux » est exécuté au cours coté qui suit immédiatement sa réception par l'agent de change. Il est donc la garantie d'une exécution dans les meilleurs délais, mais ne comporte évidemment pas de garantie en ce qui concerne le cours auquel sera exécuté l'ordre. Le terme « au mieux » signifie ainsi au mieux des possibilités du marché, et non pas au mieux des intérêts du clients.

— Les modalités d'exécution de l'ordre « au mieux » sur le marché continu Si la valeur sur laquelle porte un ordre libellé « au mieux » est admise à la cotation en continu, l'ordre « au mieux » est réputé être un ordre au prix du marché (c'est-à-dire sans limite précise de cours). L'exécution se fait alors selon des modalités particulières :

— La séance sur le marché continu se déroule de neuf heures à dix-sept heures. Elle commence par une période de préouverture de neuf heures à dix heures, pendant laquelle les ordres peuvent être saisis sans déclencher la cotation officielle, et donc sans entraîner d'exécution d'ordres. L'ordre « au prix du marché » se voit alors rattacher une limite de cours égale au cours théorique d'ouverture : fixing (le cours auquel auraient lieu toutes les transactions si l'ouverture avait lieu sur le champ). Il devient donc un ordre à cours limite qui, au moment de l'ouverture, n'a pas priorité absolue sur tous les ordres présents sur le marché — ce qui le distingue très clairement de l'ordre « au mieux ».

— Pendant la séance (de dix heures à dix-sept heures), les cotations s'effectuent au fil de l'eau. Les ordres sont exécutés au fur et à mesure de leur arrivée sur le marché si une contrepartie existe déjà ou se présente. L'ordre « au prix du marché » est transformé par le système en un ordre limité au cours de la meilleure demande, s'il s'agit d'un ordre de vente, au cours de la meilleure offre, s'il s'agit d'un ordre d'achat. Ainsi, pour que cet ordre puisse entrer dans le cahier de cotation, il faut qu'un ordre limité existe du côté opposé du marché. L'ordre « au prix du marché » étant limité au cours de la meilleure contrepartie, il ne sert que celle-ci. En cas d'exécution partielle, le reliquat est placé sur le marché à cette limite. C'est donc au négociateur de modifier cette limite s'il souhaite que l'ordre soit exécuté pour une plus grosse quotité.

Il apparaît donc que l'exécution d'un ordre « au mieux » sur le marché continu reste très aléatoire. Il convient donc, afin de remédier à ces inconvénients dans les transactions, de fixer une limite précise dès passation de l'ordre auprès de l'intermédiaire.

Toutefois, un nouveau système de traitement des petits ordres de Bourse devrait permettre une meilleure exécution de l'ordre « au mieux ».

Ce nouveau mécanisme restera cependant *une faculté*, et le client aura le choix d'opter pour le système qu'il estimera lui être préférable.

C. — PLAINTES ET DEMANDES DE RENSEIGNEMENTS

Indépendamment des très nombreuses demandes de renseignements sur les mécanismes boursiers demandés téléphoniquement par des épargnants ou des intermédiaires, le service de l'inspection a été amené à étudier en 1987, à la demande du service juridique, 111 dossiers portant, soit sur des évolutions de marché, soit sur des pratiques boursières.

19 de ces dossiers ont entraîné des investigations longues et complexes :

— 5 ont été à l'origine d'une proposition d'enquête ou concernaient une enquête déjà en cours ;

— 7 ont porté sur l'analyse des opérations faites par un gestionnaire, un remisier, un mandataire non professionnel du marché ou par mandat tacite. On ne peut que rappeler à leurs propos que les mandats pour transmettre les ordres donnés à un remisier, les procurations générales à des tiers, ou l'acceptation tacite d'opérations faites sans mandat, même par un professionnel, ne permettent pas de mettre en cause la responsabilité du teneur de compte ou du négociateur.

— 6 ont porté sur l'analyse de la couverture et de la position d'un opérateur sur le marché du règlement mensuel sur plusieurs mois consécutifs, et sur les conditions d'exécution de la couverture.

— 1 dossier enfin concernait, à la demande du tribunal, les observations de la Commission des opérations de Bourse sur le rapport établi par un expert concernant un problème de couverture d'opérations au règlement mensuel.

Parmi les 92 autres dossiers étudiés, les problèmes les plus répétitifs ont porté :

— sur des rectifications ou des opérations passées en « dès le ». Dans trois cas (sur une douzaine examinés), la Commission des opérations de Bourse a jugé abusive les rectifications effectuées et les a fait annuler par les intermédiaires concernés. Dans deux cas, elle a estimé trop tardive la réclamation du client ;

— sur les opérations de privatisation : une dizaine de cas ;

— sur des problèmes d'exécution des ordres sur les marchés continus. La plupart de ces problèmes résultent d'une méconnaissance des mécanismes d'établissement des cours sur les marchés continus et sur les marchés traditionnels de fixing. Sur un groupe de crié traditionnel, les ordres sont négociés sur le marché au fur et à mesure que leurs limites sont atteintes et répondus sur le cours auquel le marché s'équilibre. Sur un groupe de cotation en continu (à la criée ou informatisé), les ordres sont négociés et répondus au fur et à mesure qu'ils trouvent une contrepartie compatible avec leur limite et donc sur un cours le plus souvent égal à celle-ci ;

— sur des retards de virement de dossiers titres ou de livraisons de titres nominatifs. Ces problèmes sont le plus souvent liés aux difficultés qui ont suivi la mise en place de la dématérialisation des titres nominatifs et se résorbent peu à peu.

Parmi les problèmes peu fréquemment soulevés mais méritant une attention particulière, on peut citer :

— des cas de refus d'acceptation de limite de cours pour des petits ordres par certains intermédiaires, mais les correspondants n'ont pas cité ceux-ci ;

— des cas de refus, par des intermédiaires, de transmettre des ordres sur des marchés conditionnels ou d'autoriser des positions en report. Bien qu'il puisse apparaître abusif qu'un intermédiaire refuse de transmettre des ordres portant sur un marché légalement autorisé, la Commission des opérations de Bourse a considéré, dans ces cas, que dans l'intérêt même de l'opérateur, il était préférable que son intermédiaire, qui n'était pas équipé pour assurer une surveillance de ses positions sur les marchés conditionnels, lui refuse l'accès à ces marchés par son canal, sous réserve de l'en avoir informé avant de prendre ses ordres. L'opérateur peut toujours, s'il le désire, chercher un autre intermédiaire acceptant tous ses ordres.

Par contre, l'opération de report s'analysant comme une vente ou un achat sur la liquidation qui se termine et une opération de sens inverse sur la liquidation qui s'ouvre, ne saurait être valablement refusée dès lors qu'elle est couverte dans les conditions fixées par l'intermédiaire lui-même ;

— dans le domaine des valeurs étrangères, il existe un problème de négociation des rompus lors des opérations de capital des sociétés japonaises, lié à la législation nipponne.

CHAPITRE VI

La gestion de l'épargne collective

I. — Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières à vocation générale

Au cours de l'année 1987, la croissance du secteur des OPCVM, déjà constatée l'année précédente, s'est poursuivie malgré les conséquences des événements boursiers de l'automne. Le montant total des actifs gérés a atteint 1 091,4 milliards de francs, soit une progression de 11,9 % par rapport à 1987. Le nombre des organismes a également enregistré une progression sensible.

A. — LES SICAV ET LES FONDS COMMUNS DE PLACEMENT EN 1987

1) Sicav

a) Nombre :

Le nombre des Sicav ouvertes au public s'élevait à 834 fin 1987, contre 504 fin 1987 et 372 au 31 décembre 1985. Comme l'année passée, ce sont d'abord les Sicav court terme qui ont vu leur nombre progresser le plus rapidement, devant les Sicav investies en valeurs diversifiées (françaises et étrangères). En revanche, contrairement aux observations faites en 1987, les Sicav « gestion obligataire » ont cédé le pas devant les Sicav investies en obligations de 1^{re} catégorie.

NATURE DES SICAV	31/12/1986	31/12/1987
Sicav « court terme » (C.T. + « C.T. Association »)	162	221
Sicav « valeurs françaises et étrangères diversifiées »	123	161
Long terme « 1 ^{re} catégorie »	33	42

b) *Les souscriptions :*

Le montant des souscriptions nettes s'est élevé pour l'année à 151,7 milliards de francs.

c) *Les actifs gérés :*

Les actifs gérés par les Sicav ont progressé de 17,1 % en 1987, atteignant 822 milliards de francs. Cette croissance globale dissimule un recul assez sensible au cours du dernier trimestre, les actifs gérés atteignant 880 milliards fin septembre, soit une contraction de 4,4 % au cours du 4^e trimestre de l'année.

Par rapport à la situation observée fin 1986, la répartition des actifs permet de mettre en avant des modifications sensibles :

— la part des actions, françaises ou étrangères, régresse de manière importante ;

— une évolution similaire peut être observée pour les obligations ;

— en revanche, la part croissante des titres du marché monétaire dans les actifs des Sicav, déjà enregistrée en 1988, est largement confirmée.

Répartition de l'actif des Sicav (en %)

	AU 31/12/1986	AU 31/12/1987
Actions françaises	14,8	10,6
Actions étrangères	4,1	3,0
Obligations fixes	63,9	57,4
Obligations étrangères	2,3	1,4
Autres OPCVM	2,8	3,6
Titres du marché monétaire	9,2	19,3
Liquidités	2,9	1,9

2) **Les fonds communs de placement**

Le montant des actifs gérés par les fonds communs de placement à vocation générale a atteint 269,8 milliards de francs fin 1987, en recul de 1,5 % par rapport à fin 1986. Cette régression résulte d'une chute sensible due à la baisse brutale des cours observée à partir de la fin octobre, puisque l'actif des fonds avait progressé de 7,6 % au cours du premier semestre.

La répartition de l'actif des F.C.P. était la suivante à la fin 1987 (en %) :

Actions françaises	7,1
Obligations fixes	57,9
Valeurs étrangères	9,0
OPCVM	12,4
Titres du marché monétaire	6,6
Liquidités	4,1

Au 31 décembre 1987, 3 029 fonds étaient en activité. Les souscriptions nettes du public se sont élevées au cours de l'année à 22,9 milliards de francs.

B. — L'ACTUALISATION DE LA FICHE SIGNALÉTIQUE

Par une décision en date du 30 juillet 1985 (supplément au Bulletin mensuel n° 183 de juillet 1985), la Commission des opérations de bourse avait défini les obligations que les Sicav et les Fonds communs de placement du Titre I de la loi n° 79-594 du 13 juillet 1979 devaient respecter, s'agissant des informations dispensées au public.

Cette décision, préparée en concertation avec les professionnels, avait comme principale caractéristique d'instaurer pour les Sicav une « note d'information » et pour les F.C.P. un « règlement », composés de deux éléments : un « document général » présentant les caractéristiques inhérentes et les règles de fonctionnement communes aux Sicav et aux fonds, et un « document particulier » décrivant, selon des rubriques définies *a priori*, les spécificités de chaque Sicav ou F.C.P.

Il avait été, par ailleurs, convenu que le « document particulier » serait périodiquement actualisé pour tenir compte des évolutions du marché et des modifications intervenant dans les règles de fonctionnement des organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

Dans cette optique, en 1987, un groupe de travail comprenant des professionnels s'est réuni, à l'initiative de la Commission des opérations de bourse, pour préparer la mise à jour du document particulier, qui comporte trois innovations :

— le remplacement de la dénomination « document particulier » par le terme de « fiche signalétique », plus parlant pour le public ;

— une meilleure hiérarchisation des rubriques définissant la « caractérisation sommaire », en distinguant trois niveaux de caractérisations, allant du général (ex. « court terme », « actions ») au particulier (ex. « monétaire », « actions françaises ») ;

— pour les Sicav et les F.C.P. « spécialisés » (dans une zone géographique ou un secteur d'activité) l'obligation, pour le gérant, d'afficher la nature de cette spécialisation (par ex. pourcentage minimum des valeurs répondant à cette spécialisation au regard de l'actif). La Commission estime que les organismes de placement collectif en valeurs mobilières ne sauraient se prévaloir d'une spécialisation quelconque dès lors que leurs actifs comptent moins de 50 % de valeurs relevant de cette spécialisation, sauf circonstances exceptionnelles.

Sur la base des conclusions du groupe de travail, la Commission a, par une décision du 10 novembre 1987, mis à jour l'instruction du 30 juillet 1985. Ces nouvelles dispositions ont paru sous la forme d'un supplément n° 208 du bulletin mensuel du mois de novembre.

Si l'entrée en vigueur de ces dispositions est intervenue dès le 1^{er} janvier 1988 pour les OPCVM créés à partir de cette date, l'actualisation des fiches signalétiques pour les Sicav et les F.C.P. existants doit être conduite à son terme d'ici au 31 décembre 1988.

C. — LA DIRECTIVE N° 85-611 DU CONSEIL DES COMMUNAUTÉS EUROPÉENNES

La Commission des communautés européennes a rendu publique, le 20 décembre 1985, une directive (Directive n° 85-611/C.E.E.) portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif. Cette directive prévoit que les États membres devront mettre leur réglementation en conformité avec le texte communautaire avant le 1^{er} octobre 1989. Pour la Grèce et le Portugal, cette date est reportée au 1^{er} avril 1992.

La France devra donc adapter la législation applicable aux Sicav et fonds communs de placement avant cette date.

Le texte élaboré par la Commission des communautés européennes consacre la notion d'OPCVM coordonnés, rapproche les règles relatives aux Sicav et aux fonds communs de placement, et modifie sur certains points les modalités d'intervention de ces organismes.

La Commission des opérations de bourse a participé activement aux réflexions engagées entre les autorités et les professionnels pour préparer la mise en place de nouveaux textes. La Directive 85-611/C.E.E. consacre l'existence des OPCVM « coordonnés », dont certaines règles de fonctionnement devront être sensiblement modifiées par rapport aux textes actuels.

1) Les OPCVM coordonnés

Un OPCVM pourra, lorsque les législations nationales auront été mises en conformité avec la directive, être commercialisé dans tout État de la C.E.E., dès lors qu'il aura été agréé par les autorités de l'État membre où il est créé et que celles-ci auront notifié cet agrément. Cet agrément a pour objet de s'assurer que les règles de protection de l'épargne dans un autre État membre, sont suffisamment proches pour assurer la même protection que les règles nationales. Dès lors, les OPCVM coordonnés pourront librement faire appel à l'épargne dans les autres États membres. L'introduction en France d'OPCVM coordonnés devra être notifiée à la Commission des opérations de bourse.

2) Un rapprochement des règles relatives aux Sicav et aux fonds communs de placement et un élargissement des possibilités d'intervention

La directive tend à rapprocher le régime des Sicav et des fonds communs de placement.

Le rôle du dépositaire se trouve renforcé dans le cas de Sicav. Comme pour les fonds communs de placement, il exerce un contrôle de régularité sur les opérations qu'il doit exécuter. Sa responsabilité sera donc de plein droit engagée en cas de non-observation de cette prescription.

Les règles de placement sont semblables pour les Sicav les fonds communs de placement : outre les liquidités, l'actif d'un OPCVM doit comporter au moins 90 % de bons du Trésor et valeurs ou titres négociables sur un marché réglementé en fonctionnement régulier reconnu par les autorités compétentes d'un État membre de la C.E.E.

Le principe de l'interdiction d'emprunter ou de vendre des titres qu'ils ne possèdent pas est confirmé ; toutefois, des tempéraments sont prévus et permettront notamment à un OPCVM d'emprunter des sommes au maximum égales à 10 % de l'actif.

D. — FRAIS DE GESTION

La loi n° 87-416 du 17 juin 1987 sur l'épargne, publiée au *Journal officiel* du 18 juin 1987, comporte un certain nombre de dispositions importantes pour les OPCVM

La liberté de fixation des frais de gestion et des droits de souscription-rachat

L'article 63 de la loi abolit le contrôle administratif sur les frais de gestion ainsi que sur les droits de souscription-rachat, qui faisaient auparavant l'objet d'un plafond fixé par arrêté du ministre chargé de l'Économie et des Finances (article 7-1^{er} alinéa de la loi n° 79-1 du 3 janvier 1979 pour les Sicav, article 18 de la loi n° 79-594 du 13 juillet 1979 pour les F.C.P.). Désormais le régime des frais et commissions appliqués par les OPCVM est le suivant :

— Sicav : l'article 7, 1^{er} alinéa de la loi n° 79-1 du 3 janvier 1979, dont la formulation demeure inchangée, précise que les frais et commissions majorant ou minorant la valeur liquidative lors de la souscription et du rachat doivent être prévus dans les statuts de la Sicav. La nouvelle rédaction de l'article 12 de la loi du 3 janvier 1979 dispose que les statuts fixent le mode de détermination et le montant maximum des frais annuels de gestion.

— F.C.P. : la nouvelle rédaction de l'article 18 de la loi n° 79-594 du 13 juillet 1979 précise que les commissions de souscription ou de rachat des parts sont fixés par le règlement du fonds commun. Ce même règlement fixe le mode de détermination du gérant et du dépositaire.

Les nouvelles dispositions laissent donc une liberté aux gérants pour déterminer le montant des frais applicables, sous réserve d'indiquer précisément dans les statuts (Sicav) ou le règlement (F.C.P.) les modalités de perception de ces frais. En particulier, les organes compétents des OPCVM ont désormais toute latitude pour fixer l'assiette et le mode de calcul de ces différents frais. Rien n'interdit par exemple que les statuts de la Sicav et le règlement du fonds ne fixent que le montant maximum des frais en laissant le soin soit au Conseil d'administration, soit au gérant, d'en arrêter le montant de manière précise.

S'agissant de l'application dans le temps, la Commission des opérations de bourse a été conduite à préciser que, en l'absence d'une modification des statuts à travers le vote d'une assemblée générale extraordinaire, pour les Sicav, ou d'une modification du règlement, pour les F.C.P., le régime prévalant avant la loi du 17 juin 1987 demeure applicable. La Commission demande que les OPCVM lui transmettent, préalablement aux modifications envisagées, le projet de résolution soumise à l'Assemblée générale extraordinaire (Sicav) ou le projet de modification du règlement (F.C.P.) ainsi que le texte modifié de la fiche signalétique. Une publicité suffisante doit être assurée aux modifications prévues, à travers, par exemple, une publication par voie de presse ou, une lettre-circulaire adressée aux porteurs.

Enfin, il convient que les documents d'information publiés par les Sicav et les F.C.P. (rapports périodiques, publicité...) fassent apparaître le montant maximum des commissions de souscription et de rachat perçues unitairement par rapport à la valeur liquidative de la fin du trimestre civil sur une période n'excédant pas 12 mois; pour les frais de gestion, les mêmes documents devront retracer le montant de ces frais par rapport à l'actif net au cours d'une période n'excédant pas 12 mois.

E. — PRÊT DE TITRES

L'article 33 de la loi sur l'épargne du 17 juin 1987 a ouvert aux Sicav et aux F.C.P. la faculté d'effectuer des opérations de prêt de titres, dans la limite d'une fraction de leur actif. Dans l'attente de la publication du décret fixant le montant de cette fraction, les OPCVM n'ont pu encore recourir à cette faculté. Ce décret d'application n° 88-596 a été pris le 6 mai 1988. Il autorise les OPCVM à prêter jusqu'à 15 % du montant de leur achat.

Il convient de remarquer que l'alinéa 2 de l'article 33 précise que les titres prêtés continueront à être valorisés dans le portefeuille des Sicav et des fonds communs entre leur livraison et leur restitution, de façon à éviter que les opérations en cause ne se traduisent par des variations excessives de la valeur liquidative.

F. — APPLICATION AUX SICAV DES OBLIGATIONS DE DÉCLARATION EN CAS DE FRANCHISSEMENT DE SEUIL

L'article 57 de la loi n° 87-416 du 17 juin 1987 a modifié les obligations relatives aux obligations de déclaration en cas de franchissement du seuil de détention du capital d'autres sociétés. Désormais, les obligations de déclaration s'appliqueront dès lors que les seuils de 5, 10, 20, 33 et 50 % seront franchis. De même, l'article 57 de la loi permet aux sociétés de fixer une obligations de déclaration supplémentaire en deçà du premier seuil légal, dès lors que cette obligation supplémentaire est prévue dans les statuts.

Ces dispositions ont pour effet d'imposer aux Sicav de déclarer, dans des conditions de droit commun, les pourcentages d'actions qu'elles peuvent détenir, dès lors que les seuils légaux et statutaires seront franchis.

G. — APPLICATION AUX SICAV DU VOTE PAR CORRESPONDANCE

Les dispositions des décrets n° 88-55 du 19 janvier 1988 et n° 86-584 du 14 mars 1988 modifiant le décret n° 67-236 du 23 mars 1967 modifié sur les sociétés commerciales et relatif au vote par correspondance dans les assemblées d'actionnaires sont applicables de plein droit aux Sicav.

H. — FONDS COMMUNS DE PLACEMENT : CIRCONSTANCES EXCEPTIONNELLES

La conjoncture boursière de fin d'année a conduit la Commission des opérations de bourse à préciser dans quelles conditions les demandes de rachat de fonds pouvaient être suspendues et, en l'absence de cotation de certains titres, quelle valorisation devait être retenue.

Lorsque les demandes de rachat sont importantes, eu égard aux actifs du fonds, et si la fiche signalétique ne prévoit pas explicitement dans ce cas d'étaler les rachats sur une certaine période, le gérant ne peut le décider *proprio motu*. Dès lors, deux cas doivent être envisagés :

— pour les fonds qui, après rachat, devront être dissous, soit parce que le rachat porte sur 100 % des actifs, soit parce que, après rachat, ces fonds auront un actif inférieur au plancher légal, une procédure de dissolution doit être engagée. Les actifs doivent être réalisés et les paiements effectués soit à hauteur des réalisations si la procédure s'annonce longue, soit en une seule fois si le terme est proche ;

— pour les fonds dont la pérennité n'est pas en jeu, les rachats doivent être suspendus jusqu'à ce que les liquidités permettent de procéder aux remboursements. Cette possibilité ne peut qu'être exceptionnelle et strictement limitée dans le temps. Elle doit faire l'objet d'un accord préalable de la Commission.

S'agissant de la valorisation des titres, la Commission des opérations de bourse a été conduite à préciser :

— que la baisse notable du cours d'un titre, composant exclusif d'un fonds (Titre II), ne constitue pas un cas de suspension de rachat des parts ;

— que l'absence de cotation d'un titre n'implique pas la suspension du rachat. En effet, le gérant peut, dans ce cas, calculer une valeur liquidative en application du 5^e alinéa de l'article 9 du décret n° 79-835 du 27 septembre 1979. Ce n'est que dans le cas où un fonds comporte un grand nombre de titres dont la cotation a été interrompue ou dont le cours n'a pas été constaté le jour de l'évaluation que le gérant est dans l'impossibilité d'estimer une valeur liquidative et qu'il se trouve donc dans un des cas d'interruption de fait ;

— qu'en l'absence de cotation d'un titre, le gérant n'est pas tenu de retenir la dernière valeur cotée, mais il lui appartient, sous sa responsabilité, de déterminer la valeur qui lui paraît la plus conforme à la situation du titre concerné. En période de forte baisse de l'ensemble des valeurs, une valorisation sur la base du dernier cours coté aurait pour effet d'appauvrir le fonds au profit des porteurs demandant le rachat.

I. — LA CRÉATION DE FONDS COMMUNS D'INTERVENTION SUR LES MARCHÉS A TERME

La loi n° 87-1158 du 31 décembre 1987 relative au marché à terme a consacré la fusion, sous l'autorité du conseil du marché à terme, des marchés à termes de marchandises et de produits financiers. Tirant les conséquences de l'unification des ces marchés, la loi a prévu la création de fonds communs de placement pouvant intervenir sur l'ensemble des compartiments du marché à terme. Toutefois, compte tenu des risques des marchés à effet de levier et surtout des risques spécifiques des marchés à terme de marchandises, le législateur a voulu distinguer ces nouveaux fonds par l'adjonction à la loi du 13 juillet 1979 d'un titre 1^{er} bis qui consacre l'existence de « fonds communs d'intervention sur les marchés à terme ».

Ce texte permet à ces fonds de réaliser toutes les opérations d'achat ou de vente sur les marchés à terme placés sous le contrôle d'une autorité indépendante et sur lesquels une chambre de compensation garantit la bonne fin des transactions. Ce sont donc tous les marchés à terme, tant français qu'étrangers, qui sont visés par ce texte, sous réserve qu'ils soient organisés.

En contrepartie de la grande liberté accordée par ce texte quant à la nature des transactions qui peuvent être réalisées sur les marchés à terme, les fonds d'intervention doivent détenir au moins 50 % de leurs actifs sous forme de liquidités, bons du Trésor ou titres de créances négociables à moins d'un an d'échéances ou parts ou actions d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières dont l'actif est composé exclusivement de ces éléments.

Un décret précisera le ratio maximal des couvertures appelées sur les marchés à terme par rapport à l'actif.

Compte tenu du caractère profondément spéculatif des opérations ouvertes aux fonds d'intervention, la loi du 31 décembre 1987 a entendu réserver à ces fonds une appellation spécifique, en évitant toute confusion dans l'esprit du public avec les fonds communs de placement « classiques ». Ainsi toute publicité pour un fonds particulier est prohibée, de même que les activités de démarchage.

Il convient de remarquer que les fonds d'intervention ne se substituent pas, en l'état, aux possibilités pour les Sicav et les fonds communs de placement d'effectuer des opérations sur les marchés à termes et conditionnels en application de l'article 9-IV de la loi du 11 juillet 1985 (Cf. rapport annuel 1986, pages 129, 130 et 131).

J. — L'INTERVENTION DES OPCVM SUR LES MARCHÉS D'OPTIONS

L'ouverture d'un marché d'options négociables à Paris (Monep) a conduit la Commission des opérations de bourse à entamer une réflexion, en concertation avec les professionnels concernés, sur la nécessité d'aménager les dispositions résultant des lois de 1979 sur les conditions d'intervention des OPCVM sur les marchés conditionnels.

Ces travaux, dans un premier temps centrés sur les seuls marchés optionnels, ont été élargis à l'ensemble des marchés à terme et conditionnels, à travers notamment la participation de la COB aux travaux de la commission de réflexion sur les nouveaux instruments financiers constituée à l'initiative du ministre d'État, ministre de l'Économie, des Finances et de la Privatisation.

Dans l'attente de textes spécifiques concernant les marchés conditionnels, l'accès des O.P.C.V.M aux marchés d'options demeure régi par les principes décrits dans le Rapport 1986, qui précisent notamment :

— que les OPCVM ne peuvent recourir aux options de change que si la nature des titres détenus le justifie (valeurs négociées sur des marchés étrangers) et conformément à la réglementation des changes ;

— que les achats d'options doivent être limités à la part réservée aux valeurs autres que les valeurs mobilières (soit 15 % pour les Sicav et 20 % pour les fonds communs de placement) ;

— que les ventes d'options impliquent la détention, pendant toute la période d'exercice, des titres (options d'achat) ou des liquidités correspondantes (cf. Rapport 1986, pages 131 et 132).

II. — L'épargne d'entreprise

A. — LE DÉCRET N° 87-544 DU 17 JUILLET 1987

Le décret n° 87-544 du 17 juillet 1987 a été pris en application de l'ordonnance n° 86-1134 du 21 octobre 1986 consacrée à l'intéressement et à la participation des salariés aux résultats de l'entreprise et à l'actionnariat des salariés présenté dans le rapport annuel 1986 (cf. p. 142 à 146).

Ces textes ont permis de développer sensiblement l'actionnariat des salariés. En effet, la simplification des procédures et les avantages fiscaux et sociaux prévus, conduisent les entreprises à porter une attention toute particulière à ces dispositions.

Les principales dispositions du décret et de l'arrêté du 17 juillet 1987

1) *Les accords de participation et d'intéressement*

Le décret outre les indications sur les modalités de conclusion et les informations à fournir à la Direction départementale du travail et de l'emploi, précise l'information dont doivent disposer les salariés : l'ensemble du personnel doit être informé de l'existence et du contenu des accords par la remise d'une note d'information à tous les salariés dans le cas de l'intéressement, par tous moyens et ou, à défaut, par voie d'affichage dans le cas de la participation.

2) *La réserve spéciale de participation*

Le décret n'apporte pas de modification aux éléments de la formule de calcul de la réserve, prévue dans l'ordonnance mais précise comment doivent être évalués les effectifs qui rendent le régime obligatoire. Cependant, il apporte une nouvelle définition du bénéfice net, pour les entreprises soumises au régime des sociétés de personnes en établissant une distinction entre les associés personnes physiques et les associés passibles de l'impôt sur les sociétés.

Le salaire servant de base à la répartition proportionnelle de la réserve ne peut excéder une somme, fixée dans le contrat, et identique pour tous les salariés, au plus égale à quatre fois le plafond annuel servant à la détermination des cotisations de sécurité sociale. Le montant des droits attribués à chaque salarié ne peut être supérieur à la moitié de ce plafond.

Les modalités d'exercice du choix des salariés — relatif au mode de gestion des sommes qui leur sont attribuées — doivent être prévues par les accords (choix entre plusieurs organismes ou plusieurs utilisations). Ces accords doivent préciser le sort des droits des salariés n'ayant pas expressément opté pour l'un des modes de placement proposés.

Les accords peuvent prévoir notamment :

— l'attribution d'actions de l'entreprise. Les titres sont alors évalués sur la base de la moyenne de leur cours de bourse pendant les vingt jours de cotation précédant la date de leur attribution. Si les titres ne sont pas cotés, ils sont évalués selon le critère l'actif net ou à dire d'experts désignés en justice ;

— l'acquisition d'actions de Sicav : la moitié au moins du portefeuille de celles-ci doit être composé de valeurs françaises ;

— le réinvestissement des produits, qui sont alors capitalisés annuellement ;

— l'investissement de la participation, dans l'entreprise.

Le taux d'intérêt à servir aux salariés est au minimum de 6 % lorsque la période d'indisponibilité est de 5 ans, et de 5 % lorsqu'elle est fixée à 3 ans.

Les cas de déblocage exceptionnels des fonds avant l'expiration du délai d'indisponibilité des droits sont :

— le mariage de l'intéressé ;

— la naissance ou l'arrivée au foyer en vue de son adoption, d'un troisième enfant puis de chaque enfant suivant ;

— le divorce, lorsque l'intéressé conserve la garde d'au moins un enfant ;

— l'invalidité du bénéficiaire ou de son conjoint ;

— le décès du bénéficiaire ou de son conjoint ;

— la cessation du contrat de travail ;

— la création par le bénéficiaire ou son conjoint ou la reprise d'une entreprise industrielle ou commerciale, artisanale ou agricole, soit à titre individuel, soit sous forme de société commerciale ou coopérative ;

— l'acquisition ou l'agrandissement, sous réserve de l'existence d'un permis de construire, de la résidence principale.

3) *Les plans d'épargne d'entreprise*

Le plan peut prévoir que chacun des versements des salariés devra être d'un montant minimum, qui ne peut toutefois excéder une somme fixée à 1 000 F.

Les cas de déblocage anticipé des sommes affectées au plan d'épargne d'entreprise sont identiques à ceux définis pour la participation.

B. — LE BILAN CHIFFRÉ

Fonds communs de placement relatifs à la participation et aux plans d'épargne d'entreprises en 1986

Situation au 31 décembre 1986

Fin 1986, 50 sociétés de gestion géraient des fonds communs de placement créés dans le cadre de la participation des salariés ou des plans d'épargne d'entreprise.

39 entreprises géraient elles-mêmes le ou les fonds communs de placement créés par leurs propres salariés.

A cette date la Commission a enregistré, depuis l'origine, la création de 3 350 fonds communs se répartissant comme suit :

ANNÉE 1986	GÉRÉS PAR SOCIÉTÉS DE GESTION			GESTION DIRECTE DE L'ENTREPRISE			TOTAL
	Nombre de fonds en activité en 1986	Créés en 1986	Créés en 1987	Nombre de fonds en activité en 1986	Créés en 1986	Créés en 1987	
Participation.....	2 187	71	107	13	2	1	2 200
Plans d'épargne.....	467	56	125	18	1	3	485
Mixtes (participation + PE).	506	57	105	22	2	1	528
Actionnariat 73.....	14	4	—	2	—	—	16
Distribution gratuite 80....	—	—	—	1	—	—	1
Fonds interentreprises.....	120	6	29	—	—	—	120
Total.....	3 294	194	366 (*)	56	5	5	3 350

(*) Fonds créés et déclarés à la Commission en 1987.

La faible augmentation du nombre de fonds communs de placement en 1986, résulte du regroupement au sein de fonds multi-entreprises, de ceux de leurs fonds communs individualisés dont les actifs étaient très faibles.

Situation d'ensemble des sommes versées en 1986 dans les fonds communs de placement

	EN MF	%
Réserve de participation.....	3 804	68,9
Versements des salariés.....	1 284	23,3
Abondements complémentaires des entreprises : plans d'épargne.....	427	7,8
Total des versements bruts.....	5 515	100

MF : millions de francs.

Les versements bruts s'élèvent à 5 515 MF, se répartissant en 5 344 MF, soit 96,9 % du total, dans les fonds gérés par les sociétés de gestion et 171 MF, soit 3,1 % du total, dans les fonds gérés directement par l'entreprise.

Les versements volontaires s'élèvent à 1 284 MF, ils représentent 33,7 % de la participation.

L'abondement des entreprises s'élève à environ 427 MF, il représente 33,2 % des versements volontaires.

Le remboursement concernant les rachats de parts ont atteint en 1986, 6 209 MF, représentant 112,5 % des versements bruts et 16,1 % des actifs nets gérés au 31 décembre 1986.

Revenus (MF)

Coupons et avoirs fiscaux à recevoir.....	1 213
Produits financiers.....	545
Parts de droits d'entrée.....	31
Commission de gestion.....	111
Total.....	1 900
MF : millions de francs.	

	RÉPARTITION DES ACTIFS (MF)							
	Gérés par les sociétés de gestion	%	Gérés par les entreprises	%	Total	%		
						Actif net	Fonds individualisés	Sociétés gérant elles-mêmes
Sicav.....	8 080	22,3	144	6,4	8 224	21,4	98,2	1,8
Actions diversifiées.....	12 089	33,4	36	1,6	12 125	31,6	99,7	0,3
Obligations diversifiées.....	8 514	23,6	137	6,1	8 651	22,5	98,4	1,6
Actions de l'entreprise.....	4 265	11,8	1 651	73,2	5 916	15,4	72,1	27,9
Obligations de l'entreprise..	1 629	4,5	210	9,3	1 839	4,8	88,6	11,4
Autres emplois parts de F.C.P.....	568	1,6	4	0,1	572	1,5	99,2	0,8
Portfeuille.....	35 145	97,2	2 182	96,7	37 327	97,2	94,2	5,8
Liquidités.....	817	2,3	62	2,7	879	2,3	93	7
Créditeurs débiteurs.....	184	0,5	13	0,6	197	0,5	93,5	6,5
Actif net.....	36 146	100	2 257	100	38 403	100	94,1	5,9
MF : millions de francs.								

C. — LES FONDS COMMUNS DE PLACEMENT DU TITRE II « QUATER »

L'article 28 de la loi n° 88-70 du 22 janvier 1988 sur les bourses de valeurs a prévu la création d'un Titre II *quater*, complétant la loi n° 79-594 du 13 juillet 1979, et dont les modalités s'inspirent étroitement de celles du Titre II de cette même loi (FCP créés en application de la législation sur l'intéressement et la participation).

L'objet de ce texte était de répondre au souci de certaines entreprises, notamment celles récemment privatisées, souhaitant proposer à leurs salariés le regroupement des titres détenus par ceux-ci de façon à réduire les charges afférentes à la gestion d'un nombre important de portefeuilles individuels, tout en limitant la charge supportée par les détenteurs. Pour parvenir à cet objectif, l'introduction de dispositions spécifiques, par voie législative, qui s'inspirent des règles du Titre II de la loi du 13 juillet 1979 a été retenue, conduisant à la création d'un « Titre II *quater* ».

Les principales caractéristiques de ces nouvelles dispositions sont les suivantes :

— le champ d'application concerne toutes les entreprises, et non les seules sociétés privatisées dans le cadre de la loi n° 86-912 du 6 août 1986 ;

— les règles de fonctionnement général des fonds du Titre II *quater* sont identiques à celles régissant le Titre II sous les réserves suivantes :

- le Conseil de surveillance des fonds sera composé uniquement de représentants des salariés de l'entreprise ;
- les droits de vote attachés aux titres détenus par le fonds seront exercés individuellement par les salariés porteurs de part.

Les fonds du Titre II *quater* ne sont pas éligibles aux opérations relatives à l'intéressement et la participation régies notamment par l'ordonnance n° 86-1134 du 21 octobre 1988. Ils ont vocation à recevoir les souscriptions volontaires effectuées par les salariés dans le cadre d'opérations telles que les augmentations de capital ou les privatisations. Les spécificités mentionnées plus haut ont pour objet de conserver aux salariés détenteurs les mêmes facultés d'exercice de leurs droits que s'ils étaient directement porteurs des titres eux-mêmes. Il convient par ailleurs de noter que ces fonds pourront être créés à l'initiative des seuls salariés de l'entreprise, ou d'un groupe de salariés appartenant à celle-ci.

Ainsi, l'ensemble de ces dispositions vise à renforcer le pouvoir du salarié-actionnaire.

D. — L'ACTIONNARIAT DES SALARIÉS EN 1987

Depuis la parution du décret n° 87-544 du 17 juillet 1987 (cf p. 216), plusieurs sociétés cotées (six au règlement mensuel, deux au second marché et une sur le marché du hors-cote) ont réalisé des opérations d'augmentation de capital réservées aux salariés.

Neuf visas de note d'information ont été délivrés à ce titre par la Commission des opérations de bourse durant l'année 1987 :

- Lafarge Coppee,
- Unilog,
- Compagnie des Eaux et de l'Ozone,
- Gascogne S.A.,
- Europhane,
- Saint Gobain,
- C.F.A.O.,
- Facom,
- Essilor.

Les émissions de valeurs mobilières destinées aux salariés ont été mises en place par l'intermédiaire de plans d'épargne d'entreprise. Huit d'entre elles ont retenu la formule d'un fonds commun de placement. Les bénéficiaires de ces opérations sont généralement les salariés de plusieurs sociétés ou de l'ensemble du groupe. Les opérations portent sur le capital de la société mère.

Seule une note d'information relative à une opération réalisée dans le cadre de la loi n° 73-1197 du 27 décembre 1973 a été visée en 1987.

III. — Les fonds communs de placement à risques

Au 31 décembre 1987, 93 fonds communs de placement à risques étaient en activité (79 à la fin de l'année précédente).

Le montant des souscriptions nettes, 1,44 milliard de francs, reste sensiblement identique à celui de 1986. Quant aux actifs gérés, ils s'élèvent à 2,72 milliards de francs, ce qui représente une augmentation de 33,2 % par rapport à 1986.

Les valeurs non cotées représentaient 47,7 % de l'actif total contre 37,6 % en 1986.

La Commission a réalisé une enquête auprès de l'ensemble des fonds communs de placement à risques afin de s'assurer du respect du ratio minimal d'affectation de l'actif à 40 % en prises de participation dans des sociétés non cotées.

Au terme de cette enquête, il est apparu que 18 fonds sur les 87 qui existaient avaient des ratios inférieurs, voire très inférieurs, aux exigences légales.

Deux raisons principales expliquent cette situation :

— de nombreux gérants de fonds à risques éprouvent des difficultés à trouver des projets à financer et, lorsqu'ils trouvent des opportunités d'investissement, les délais de maturation des dossiers sont relativement longs.

L'article 28 du décret n° 83-357 du 2 mai 1983, stipule que, « après une période de souscription ou après la cession à titre onéreux d'une partie des actifs du fonds, le gérant dispose d'un délai maximum d'un an pour respecter la règle énoncée à l'article 39-1 ajouté à la loi du 13 juillet 1979 par la loi du 3 janvier 1983 ».

— certains gérants en déduisent que, dès lors que le capital du fonds à risques a évolué, le fonds est exonéré du respect du ratio de 40 % pour une période d'un an. Ainsi, de période en période, cette interprétation aboutirait à vider de tout contenu l'article 28.

Aussi, la Commission est-elle conduite à préciser les points suivants :

— le respect du ratio de 40 % s'impose à tous les fonds à risques ;

— lorsque le capital d'un fonds a augmenté au cours d'un exercice, le délai d'un an prévu par le décret précité s'apprécie pour la seule fraction supplémentaire du capital ; en d'autres termes, toute fraction de capital du fonds doit trouver une affectation conforme à sa vocation dans un délai d'un an ;

— lorsque le ratio d'engagement passe au-dessous de 40 %, un délai d'un an s'ouvre pour réaffecter les actifs devenus disponibles dans des emplois pris en compte dans le ratio, dans certains cas dûment justifiés et qui doivent résulter de circonstances indépendantes de la volonté du gérant.

IV. — Enquêtes et contrôles

A. — LES CONTRÔLES DE COMMERCIALISATION

Les services ont procédé à plusieurs contrôles sur les conditions de commercialisation dans le public des actions de Sicav et des parts de fonds communs de placement.

Les investigations ont eu pour but de vérifier que les documents d'information obligatoires, destinés au public, étaient disponibles et que les informations verbales fournies n'étaient pas susceptibles d'induire le public en erreur.

En 1987, la Commission a autorisé les services à effectuer sept contrôles de commercialisation.

Si l'on y ajoute cinq autres contrôles autorisés en 1986 et terminés en 1987, c'est au total douze contrôles de commercialisation qui ont été menés à bien pendant l'année. Alors que neuf dossiers ont été classés sans suite, trois contrôles ont fait l'objet d'observations notifiées par la Commission aux réseaux concernés.

La répartition par type d'organismes de diffusion est la suivante :

Charges d'agents de change.....	4
Grands réseaux bancaires	1
Réseaux bancaires de moyenne importance.....	6
Etablissements de crédit utilisant des méthodes de commercialisation directe	1

Le premier contrôle a révélé que la société Midland Open S.A., Groupe Midland, société de gestion de fonds communs de placement, commercialisait des parts de fonds par envoi de correspondance au domicile des personnes ayant préalablement pris contact avec elle, à la suite de messages publicitaires. Au regard de l'article 2 de la loi n° 72-6 du 3 janvier 1972, ces opérations constituent des actes de démarchage. En outre, la Commission n'avait pas accordé aux fonds communs de placement diffusés par cette société l'autorisation prévue par l'alinéa 2 de l'article 9 de la loi n° 79-594 du 13 juillet 1979, inséré par la loi n° 85-1321 du 14 décembre 1985 qui dispose que le démarchage en vue de faire souscrire des parts de fonds communs de placement n'est possible que sur décision motivée de la Commission des opérations de bourse. Par ailleurs, cette autorisation ne vaut que pour chacun des fonds communs désignés dans la décision de la Commission.

La Commission a considéré que ces éléments constituaient des infractions graves à la réglementation des fonds communs de placement. Elle a cependant décidé, à titre exceptionnel, de ne pas saisir le Parquet, en raison du caractère relativement nouveau des modifications introduites par la loi du 14 décembre 1985 à la date de constatation des faits. Les conditions du démarchage des fonds communs de placement ont été par ailleurs rappelées dans le bulletin mensuel d'août septembre 1987.

Le second contrôle a permis de constater qu'aucune des agences de la Banque Vernes et Commerciale de Paris ne pouvait fournir les fiches signalétiques (anciennement documents particuliers) créées par l'instruction de la Commission de juillet 1985 et que les valeurs liquidatives n'étaient affichées ni chez le dépositaire, ni dans les agences contrôlées.

Le troisième contrôle a conduit la Commission à exiger de la Banque Neufize-Schlumberger-Mallet qu'elle retire des présentoirs les rapports de gestion de fonds communs non soumis à la législation française dans la mesure où ces derniers n'avaient pas été autorisés à être commercialisés en France par le ministre chargé de l'Économie, des Finances et de la Privatisation, et, plus généralement, de ne pas solliciter le public, y compris en recourant à des formes de publicité de caractère générique, pour des produits financiers étrangers n'ayant pas fait l'objet d'un agrément pour leur introduction sur le marché français (cf. page 230).

B. — LES CONTRÔLES DE GESTION

En 1987, huit contrôles commencés en 1986 ont été terminés. Vingt et un contrôles ont été décidés dont dix ont été menés à bien.

Ces dix-huit contrôles ont porté sur quatre Sicav, trente-six fonds communs de placement et une société de gestion de fonds communs de placement.

Ils ont permis de relever des infractions dans les domaines suivants :

1) Nomination des commissaires aux comptes. Règles relatives aux apports

— Un rapport concernant les apports en nature effectués lors de la constitution d'un fonds commun de placement (S.E.I. géré par Rondeleux-Oudart Gestion, ayant pour dépositaire la charge Rondeleux-Oudart) a été établi 3 mois avant la nomination du commissaire aux comptes. Un rappel des peines encourues pour le non-respect des prescriptions relatives à la nomination des commissaires aux comptes a été adressé au responsable de la société de gestion.

— Pour un autre fonds (Ro Gabib ayant le même dépositaire que S.E.I. et géré par la même société), certains apports en nature n'ont pas fait l'objet d'un rapport du commissaire aux comptes.

La Commission a été conduite à rappeler l'obligation prescrite par l'article 22 de la loi n° 79-594 du 13 juillet 1979 qui dispose que le gérant d'un fonds commun de placement fait procéder en justice à la nomination d'un commissaire aux comptes. Le gérant doit également faire toute diligence pour que la nomination du commissaire aux comptes ait lieu dans des délais lui permettant d'exercer sa mission dès la constitution du fonds. A défaut, les sanctions prévues à l'article 30 de la loi n° 79-594 du 13 juillet 1979, seraient applicables.

Par ailleurs, l'article 8 de la loi n° 79-594 du 13 juillet 1979 dispose que toute souscription à un fonds commun de placement par apport de titres doit faire l'objet d'un rapport du commissaire aux comptes.

La Commission des opérations de bourse rappelle qu'en l'état actuel des textes, tout gérant qui s'abstient de saisir le commissaire aux comptes, ou tout commissaire aux comptes qui s'affranchit de cette obligation engage sa responsabilité vis-à-vis des souscripteurs.

2) Composition des actifs

— Les actifs du fonds commun de placement précité (S.E.I.) ont été investis à hauteur de 47,8 % en valeurs non cotées, pendant trois semaines. La limitation fixée par l'article 19 de la loi n° 79-594 du 13 juillet 1979 s'établit à 20 %.

L'exigence du respect permanent des règles de prudence dans la composition des actifs du fonds a été rappelée au gérant, au dépositaire et au commissaire aux comptes.

— Deux fonds communs de placement (Activarmo et Quinconces 7 000 gérés par la Société de Comprian, ayant pour dépositaire la charge de F) n'ont pas respecté de façon durable les dispositions de l'article 19 de la loi n° 79-594, qui interdit à un fonds commun de placement d'employer plus de 10 % de ses actifs nets en titres d'une même collectivité.

La charge de F, dépositaire des fonds, a par ailleurs fait acquérir par un troisième fonds commun, Quinconces Placement, dont elle est aussi dépositaire, des titres dont la clientèle de la charge souhaitait se défaire.

La Commission a saisi le Parquet sur l'infraction commise en matière de division des risques, en vue de sanctions pénales éventuelles à l'encontre du dépositaire, ainsi que la Chambre syndicale des agents de change à des fins de sanctions disciplinaires. Le commissaire aux comptes s'est vu rappeler les diligences à respecter en matière de répartition des risques.

— Le gérant de la Sicav (A.G.F. 5000 dont les A.G.F. sont le groupe promoteur) qui avait franchi de manière marginale le seuil de 10 % de détention des titres d'une même collectivité, a été rappelé au respect des règles en vigueur.

3) Objet social et prises de participation d'une société de gestion

Alors que les statuts de la société de gestion de fonds communs de placement Rondeleux-Oudart Gestion limitaient l'objet social à la gestion de fonds relatifs à la participation des salariés aux fruits de l'expansion des entreprises et aux plans d'épargne d'entreprise, celle-ci exerçait en fait également les fonctions de gérant de fonds communs ouverts au public, qui sont régis par le titre I de la loi n° 79-594 du 13 juillet 1979.

La société s'était par ailleurs engagée à compléter, en lieu et place du dépositaire, les souscriptions pour atteindre le minimum des apports versés pour la création d'un fonds commun de placement prévu à l'article 3 de la loi du 13 juillet 1979. Ce faisant, elle risquait de se trouver en position d'emprunteur vis-à-vis du dépositaire et par conséquent d'avoir à lui régler des intérêts, au cas où il n'aurait pas été possible de recueillir de nouvelles souscriptions.

En outre, cette société possédait la quasi totalité du capital d'une S.A.R.L., dont l'objet social comporte la possibilité d'effectuer des opérations sans aucun lien avec la gestion de fonds communs de placement. Elle a notamment accordé des prêts à d'autres sociétés.

Il a été rappelé à cette société qu'il était impératif de mettre à jour ses statuts et d'obtenir, pour ce faire, l'extension de l'agrément ministériel. De surcroît, sa participation, fortement majoritaire, dans une société ayant d'autres activités que celles liées à la gestion de fonds communs, porte atteinte au principe de spécialisation des sociétés de gestion imposé par la législation. Enfin, sur le dernier point, le versement des intérêts qui auraient pu résulter de la substitution du dépositaire au gérant pour compléter le minimum des apports fixé par les textes, n'aurait pu être imputé au fonds.

4) Délégation de la gestion de fonds communs de placement à des tiers

Trois fonds communs de placement (Ro Gabib, S.G.I. Situation spéciale et Blossac Capital) étaient gérés, de fait, par des personnes non mentionnées dans le document particulier.

La Commission a été conduite à préciser que la législation a réservé la gestion de ces organismes, soit à des personnes soumises à un contrôle public — établissements de crédit, agents de change et entreprises d'assurance —, soit à des sociétés de gestion faisant l'objet d'un agrément préalable par le ministre de l'Économie, des Finances et de la Privatisation, en vue de garantir les porteurs de parts de fonds communs de placement.

Par conséquent, si la nomination des responsables officiels des organismes de gestion en tant que gestionnaire de fonds communs devait avoir pour effet de dissimuler au public et aux organismes de contrôle le gérant véritable, au motif qu'il ne pouvait obtenir l'agrément ministériel prévu par la législation, ceci constituerait une opération de « prête-nom » à l'encontre de laquelle la Commission engagerait toutes les voies de droit.

En effet, lorsque les gestionnaires du fonds commun ne sont ni mandataires sociaux de la société chargée de la gestion, ni préposés de celle-ci, la Commission considère que le gérant du fonds commun doit consentir à ces derniers un mandat écrit précisant la portée des engagements respectifs du gérant et du gestionnaire. Ce document doit être communiqué à la Commission des opérations de bourse et la nature des délégations consenties doit faire l'objet d'une information des porteurs de parts.

En toute hypothèse, vis-à-vis des souscripteurs, le gérant agréé demeure responsable de la gestion.

5) Utilisation du marché conditionnel

Une Sicav (A.G.F. 5000) a effectué une vente d'options de vente sur un nombre important d'actions d'une société cotée alors que l'acheteur n'avait pas intérêt à lever cette option. En réalité, cette opération, qui n'avait rien d'une opération conditionnelle traditionnelle, a permis une transaction ultérieure sur un nombre important de titres sans perturber leur cours.

La Commission a décidé d'adresser une lettre au gérant lui demandant de veiller à l'avenir à ce que les opérations conditionnelles réalisées n'aient pas pour effet de modifier le jeu naturel de fixation des cours sur le marché.

6) Respect de l'orientation de la politique d'investissement

— Une Sicav (Aedificandi) dont le groupe promoteur est l'U.A.P., spécialisée dans le secteur de l'immobilier, a modifié la structure de son portefeuille pour favoriser la bonne tenue de sa valeur liquidative. Par ce fait, elle ne se trouvait plus en conformité avec l'orientation de la politique d'investissement qui avait été fixée par ses dirigeants et transcrite dans les documents d'information mis à la disposition du public.

La Commission a fait observer aux dirigeants de la Sicav qu'ils devaient conformer leur politique de gestion à la spécialisation choisie et annoncée (cf. page 209 « actualisation de la fiche signalétique »).

7) Souscription par des fonds communs de placement à des augmentations de capital

A deux reprises, il a été relevé que des fonds communs de placement (Kalamazoo, fonds à risques géré par la société Alan Patricoff dont le dépositaire est MM. Aet Cie, et huit fonds communs de placement gérés par Inter Investissement Nord Est et Inter Fonds Gestion dont le dépositaire était Sagittaire) ont souscrit à des augmentations de capital de sociétés. Dès lors que les fonds concernés regroupaient plus de 300 porteurs, ces augmentations de capital s'analysent comme étant faites par appel public à l'épargne. Elles devaient par conséquent être soumises à l'obligation d'établir une note d'information par les sociétés émettrices (cf. ci-dessus page 113).

Les deux dossiers ont été déferés au parquet.

8) Intervention d'une Sicav sur le MATIF

Une Sicav, qui s'était réservé la possibilité d'effectuer des opérations relevant de l'article 2 du décret n° 88-104 du 24 janvier 1988 à hauteur de 40 % de son actif, a, pendant plus d'un mois, enregistré des positions sur le MATIF très largement supérieures à ses possibilités autorisées résultant de l'application du décret précité. Ces dépassements ont entraîné des pertes importantes.

Les décisions d'intervention sur le MATIF étaient prises par le mandataire du gestionnaire de la Sicav, dans le cadre de l'habilitation qui lui avait été consentie par les dirigeants de la Sicav.

La Commission a considéré que le mandat consenti par les organes de gestion officiels de la Sicav ne saurait exempter ceux-ci, pas plus que le dépositaire, des conséquences des irrégularités relevées. Le gestionnaire et la banque dépositaire ont ainsi procédé, à sa demande, à l'indemnisation des actionnaires pour la totalité du préjudice subi.

C. — REMARQUES AUX GÉRANTS DE FONDS COMMUNS DE PLACEMENT

A l'occasion de contrôles effectués par la Commission sur la gestion de fonds communs de placement, des irrégularités ont été relevées à de multiples reprises, qui ont justifié le rappel d'un certain nombre de règles.

1) Objet social des sociétés de fonds communs de placement et prise de participation

L'article 10 de la loi n° 79-594 du 13 juillet 1979 dispose qu'hormis les établissements de crédit, les entreprises d'assurance et les agents de change assurant une gestion directe, les fonds communs de placement sont gérés par des sociétés dont l'objet unique est la gestion de ces organismes. En outre, l'article 17 du décret n° 83-357 du 2 mai 1983 fixe les règles relatives au montant minimum du capital social de ces sociétés, à sa répartition et aux actifs qui le représentent.

L'article 17 du décret n° 83-357 du 2 mai 1983 précise les conditions dans lesquelles l'agrément de la Commission peut être accordé à ces sociétés :

— si le capital de la société de gestion est inférieur à 500 000 F, les deux tiers au moins des actions doivent être détenus par des personnes définies à l'article 18 du décret (établissements de crédit et assimilés, entreprises d'assurance, agents de change) ;

— si le capital est supérieur ou égal à 500 000 F la moitié moins une des actions doit être détenue par ces mêmes personnes (art. 16) et au moins deux tiers du capital doit être employé en bons ou valeurs du Trésor, en valeurs admises à la cote officielle d'une bourse française ou en immeubles nécessaires à la gestion.

En combinant ces éléments, on peut conclure que le capital des sociétés de gestion doit, pour satisfaire ces deux impératifs, présenter une relative sécurité et une certaine liquidité.

Toutefois, dans le cas d'une société dont le capital est inférieur à 500 000 F, aucune exigence particulière quant à l'affectation du capital n'a été formulée.

La Commission des opérations de bourse considère par ailleurs que l'emploi des fonds propres disponibles à des fins de prise de contrôle dans des sociétés dont l'activité n'est pas susceptible d'avoir des liens avec la gestion de fonds communs de placement est contraire au principe de spécialisation voulu par le législateur.

2) Délégation de gestion

En outre, la Commission des opérations de bourse a été amenée à constater que certains fonds communs de placement étaient gérés par des personnes n'étant ni administrateurs de la société chargée de la gestion, ni salariés de celle-ci.

Cette situation a pour effet de dissimuler le gérant véritable. Aussi lorsque les gestionnaires du fonds commun ne sont pas des salariés de la société de gestion, la Commission considère que le gérant du fonds commun doit consentir à ces derniers un mandat écrit précisant la portée des engagements respectifs du gérant et du gestionnaire. Ce document doit être communiqué à la Commission des opérations de bourse et la nature des délégations consenties doit faire l'objet d'une information des porteurs de parts.

En toute hypothèse, vis-à-vis des souscripteurs et des tiers, le gérant agréé demeure responsable de la gestion.

3) Nomination du commissaire aux comptes

L'article 22 de la loi n° 79-594 du 13 juillet 1979 dispose que le gérant d'un fonds commun de placement fait procéder en justice à la nomination d'un commissaire aux comptes. Il a été constaté que la prise de fonction du commissaire aux comptes pouvait intervenir plusieurs semaines, voire plusieurs mois après la création du fonds commun de placement, du fait de l'absence de diligence des fondateurs.

La Commission rappelle que le gérant doit prendre toutes les dispositions pour que la nomination du commissaire aux comptes ait lieu dans des délais lui permettant d'exercer sa mission dès la constitution du fonds. A défaut, les sanctions prévues à l'article 30 de la loi n° 79-594 du 13 juillet 1979 seraient applicables.

4) Rapport du commissaire aux comptes sur les apports en nature

L'article 6 de la loi n° 79-594 du 13 juillet 1979 dispose que toute souscription à un fonds commun de placement par apport de titres doit faire l'objet d'un rapport du commissaire aux comptes.

En l'état actuel des textes, tout gérant qui s'abstient de saisir le commissaire aux comptes, ou tout commissaire aux comptes qui s'affranchit de cette obligation engage dès lors sa responsabilité vis-à-vis des souscripteurs.

5) Rapport annuel de gestion

L'article 22, 2° et 3° alinéas, de la loi n° 79-594 du 13 juillet 1979 dispose que le gérant d'un fonds commun de placement doit établir à la clôture de l'exercice un rapport sur la gestion, communiqué aux porteurs de parts avec la certification du commissaire aux comptes dans un délai de trois mois à compter de la clôture.

A de nombreuses occasions la commission a constaté que le rapport n'était pas communiqué aux porteurs de parts ou n'était pas porté à leur connaissance dans les délais requis ; de même, la Commission a pu observer que la certification du Commissaire aux comptes était absente du rapport adressé aux souscripteurs, enfin elle a parfois constaté l'absence de tout rapport. Il est rappelé que ces manquements graves à l'obligation d'information des souscripteurs sont passibles des sanctions prévues à l'article 22 de la loi du 13 juillet 1979.

D. — LES ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF EN VALEURS MOBILIÈRES (OPCVM) ÉTRANGERS ET L'APPEL PUBLIC A L'ÉPARGNE

A l'occasion de contrôles de commercialisation, la Commission a constaté que certains intermédiaires financiers faisaient de la publicité pour des fonds communs étrangers. Il est apparu nécessaire de rappeler, à cette occasion, que les opérations de promotion (démarchage, publicité) en faveur d'organismes de placement collectifs en valeurs mobilières étrangers n'ayant pas obtenu l'autorisation ministérielle de commercialisation sur le territoire français demeurent interdites.

L'admission, la mise en vente et l'introduction sur le marché français de parts d'OPCVM étrangers sont soumises à l'autorisation du Ministre chargé de l'Économie et des Finances, soit sur le fondement de l'article 5 du décret n° 67-78 du 27 janvier 1967 s'il s'agit de titres émis par les OPCVM ayant les caractéristiques d'une société, soit sur le fondement de l'article 1^{er} du décret n° 59-789 du 24 juin 1959 s'il s'agit d'organismes de placement n'ayant pas la forme d'une société (cas des fonds communs de placement). La décision est prise par le ministre après avis de la Commission des opérations de bourse.

La directive n° 86-586 du 25 novembre 1986 concernant libération des mouvements de capitaux permet un libre exercice des droits conférés par le Traité. Elle oblige les États membres de la C.E.E. à abolir les restrictions de change ne permettant pas aux résidents d'acquérir des valeurs à l'étranger. Ceci concerne également l'acquisition de parts d'OPCVM étrangers membres de la C.E.E.

Elle n'implique pas une anticipation des dispositions prévues par la directive n° 85-811 sur la libre commercialisation des OPCVM coordonnés (cf. p. 210). Un OPCVM sera « coordonné », c'est-à-dire susceptible d'être commercialisé dans tout État membre de la C.E.E., dès lors qu'il aura été agréé par les autorités de l'État membre dont la législation lui est applicable et que ces autorités auront notifié sa conformité à la directive précitée. L'application de celle-ci suppose par conséquent au préalable une mise en conformité des législations nationales ce qui, aujourd'hui, n'a été réalisé par aucun État membre.

Dès lors, les dispositions des décrets de 1987 et 1959 demeurent pertinentes.

Toute sollicitation du public en vue de l'acquisition de parts d'OPCVM étrangers n'ayant pas fait l'objet d'une procédure régulière d'introduction sur le marché français demeure illégale (y compris dans l'enceinte des établissements financiers), seule étant possible l'initiative prise par un client visant à acquérir, éventuellement à travers un intermédiaire financier, des parts de fonds étrangers. Ces OPCVM ne pourront faire l'objet d'aucune forme de publicité en France (presse, agence bancaire, guichet, mailing) ni être mentionnés spontanément par un professionnel des placements mobiliers.

Toute autre forme d'introduction sur le marché français impliquera — dans l'attente de la transposition de la directive n° 85-611 du 20 décembre 1985 sur les OPCVM « coordonnés » — une autorisation ministérielle préalable ainsi que le respect des conditions exigées pour tous les OPCVM faisant appel public à l'épargne (note d'information, autorisation spécifique pour se livrer au démarchage...).

V. — Les sociétés civiles de placements immobiliers (S.C.P.I.)

A. — LES MESURES LÉGISLATIVES

Plusieurs dispositions législatives et réglementaires récentes ont concerné les Sociétés civiles de placements immobiliers :

L'article 23-II-2 de la loi de finances pour 1987 avait prévu le doublement du taux de la réduction d'impôt pour les souscriptions en parts de S.C.P.I. réalisées à compter du 1^{er} juin 1986, réduit de 9 à 6 ans le délai de détention des titres par les souscripteurs (mais non celui de l'engagement de l'affectation à la location des logements par les sociétés) et offrit la possibilité de pratiquer la réduction d'impôt au taux de 10 % chaque année en cas de souscriptions successives. Toutefois, le total des réductions opérées à ce titre entre le 1^{er} janvier 1985 et le 31 décembre 1989 ne devait pas excéder pour toute la période, 20 000 F ou 40 000 F en fonction de la situation matrimoniale des investisseurs (cf. rapport annuel 1986 page 147). L'article 89 de la loi n° 87-1060 du 30 décembre 1987 portant loi de finances pour 1988 supprime le plafond pluriannuel pour les investissements en parts de sociétés immobilières, réalisées à compter du 1^{er} janvier 1987, susceptibles de bénéficier de la réduction d'impôt prévue à l'article 199 *decies* du C.G.I.

Pour ce type d'investissement les modalités d'octroi de la réduction d'impôt se trouvent alignées sur celles prévus pour l'acquisition directe de logements.

Cette modification permet aux épargnants qui avaient acquis des parts de S.C.P.I. avant le 1^{er} janvier 1987 leur ayant permis de bénéficier d'un total de réduction d'impôt atteignant 20 000 F ou 40 000 F selon leur situation matrimoniale, de bénéficier à nouveau d'une réduction d'impôt d'un montant annuel de 20 000 F ou 40 000 F en cas de souscriptions nouvelles au cours des années 1987 à 1989.

En l'absence de disposition particulière et conformément à l'article 1^{er} de la loi, l'article 89 s'applique aux investissements réalisés à compter du 1^{er} janvier 1987.

B. — L'ACTIVITÉ DES S.C.P.I. EN 1987

En 1987, le développement de l'activité des S.C.P.I. s'est poursuivi selon une progression soutenue : la collecte des fonds s'est élevée à 9,1 milliards contre 4,7 milliards en 1986, 1,9 milliard en 1985 et 1 milliard en 1984. Au 31 décembre 1987, il existait 144 sociétés ouvertes au public.

Le nombre de notes d'information visées par la Commission s'est élevé à 93, contre 72 en 1986 et 56 en 1985. 41 d'entre elles concernent des créations de sociétés (22 en 1988 et 6 en 1985).

Réparti régulièrement sur l'ensemble de l'année, ce développement semble indiquer que l'évolution des S.C.P.I. a été indépendante du résultat des autres placements financiers.

C. — LE PATRIMOINE DES S.C.P.I.

Jusqu'en 1986, exception faite de sept sociétés principalement investies en immeubles d'habitation anciens dont deux spécialisées dans l'application des dispositions de la « Loi Malraux », et deux autres investies dans l'immobilier touristique, le patrimoine des S.C.P.I. était essentiellement composé de bureaux, commerces, entrepôts et locaux d'activité.

L'année 1987, marque une rupture dans la typologie des S.C.P.I. du fait de la création de sociétés présentant pour l'épargnant des caractéristiques nettement différenciées.

Les dispositions fiscales destinées à développer l'investissement en immeubles d'habitation locatifs neufs ont conduit à la création de 13 S.C.P.I. « Méhaignerie » qui avaient collecté plus de 1 200 millions de francs au 31 décembre 1987.

Pour pouvoir faire bénéficier leurs souscripteurs des avantages fiscaux attachés à leur régime particulier, ces S.C.P.I. doivent consacrer au moins 75 % de leur patrimoine à l'acquisition d'immeubles d'habitation neufs, catégorie d'investissement nouvelle pour les S.C.P.I.

En raison de l'absence de transmissibilité de l'avantage fiscal en cas de cession de parts, et de la rentabilité prévisionnelle plus faible de ces sociétés par rapport aux S.C.P.I. classiques, certains gérants ont été conduits à mettre en place des dispositifs visant à organiser la sortie des investisseurs. Ils consistent soit à prévoir une durée statutaire courte de la S.C.P.I. de l'ordre de quinze ans en général, soit à faire garantir, par une compagnie d'assurance, le rachat des parts à une valeur déterminée par un expert.

Par ailleurs, on observe la création de S.C.P.I. dont l'objectif consiste à rechercher des plus-values à terme, tout en acceptant une rentabilité plus faible que celle retenue dans un passé récent.

D. — LA GESTION DES S.C.P.I.

Dans les précédents rapports annuels, le cas de deux S.C.P.I. pour lesquelles la Commission avait été conduite à suspendre la validité de leur visa avait été évoqué. Il s'agit des sociétés « Le Patrimoine Foncier » et « Energimmo 2 ».

1) « Le Patrimoine Foncier »

Le nouveau gérant qui a pris ses fonctions le 1^{er} janvier 1987 a déposé un projet de note d'information qui a reçu le visa S.C.P.I. n° 87-31 en date du 25 mai 1987.

L'obtention de ce visa a permis la réouverture du marché des parts anciennes au public. Compte tenu des problèmes qu'avait connus cette société, l'interruption du marché secondaire des parts et l'obligation où elle s'est toujours trouvée, faute de réseau commercial, d'offrir aux acheteurs une rentabilité élevée en décotant ses parts, le nouveau gérant a rouvert le marché au prix de 2 050 F par part, inférieur à la valeur liquidative estimée de la société.

2) « Energimmo 2 »

Durant l'année 1987 des contacts ont été pris par le gérant en vue de l'obtention d'un visa sans toutefois que la Commission puisse obtenir les éléments permettant la fixation d'un prix de la part sur des bases objectives, conditions conformes à des règles précisées par l'instruction du 18 février 1986, indispensable pour assurer la réouverture du marché secondaire et la liquidité des parts.

E. — LES CONTRÔLES

Une enquête a été conduite par la Commission des opérations de bourse sur les méthodes de gestion et de commercialisation de la S.C.P.I. Capital Pierre I dépendant du groupe financier indépendant Financière et Foncière-Urvoi.

Elle a permis de révéler que la S.C.P.I. avait indûment versé des commissions d'intermédiaires à des sociétés relevant du même groupe et réglé des travaux réalisés par une société du groupe dans des locaux lui appartenant. En outre, la S.C.P.I. avait consenti un prêt à une société appartenant au groupe.

La Commission a estimé que ces faits étaient susceptibles d'être sanctionnés par l'article 24 de la loi n° 70-1300 du 31 décembre 1970. Cependant, constatant que le prêt avait spontanément été remboursé dans le courant de l'année 1987 et que les sociétés bénéficiaires s'engageaient à reverser les sommes modiques indûment perçues, la Commission a renoncé à déférer le dossier à la justice.

En revanche, elle a décidé d'informer le Parquet sur l'activité de démarcheur de parts de la S.C.P.I. concernée à laquelle se livre le gérant d'une société de gestion de groupements forestiers. Le Parquet avait en effet ouvert une information contre ladite société, à la suite de la dénonciation par le commissaire aux comptes, d'anomalies constatées dans la gestion.

La Commission a constaté que le reversement à la S.C.P.I. des sommes qu'elle avait indûment versées était effectif au 31 décembre 1987.

F. — LA RÉFORME DES S.C.P.I.

A l'initiative conjointe de l'Association Professionnelle des Sociétés Civiles de Placements Immobiliers (ASPIM) et de la Commission des opérations de bourse, un groupe de travail s'est réuni à six reprises du 15 octobre 1987 au 15 janvier 1988.

Le groupe de travail s'est fixé comme objectif de proposer aux pouvoirs publics les aménagements législatifs et réglementaires à apporter aux textes régissant les S.C.P.I., constitués de la loi du 31 décembre 1970 et de ses textes d'application.

Tout en veillant à maintenir le caractère civil à l'activité des S.C.P.I., le groupe a principalement entrepris de redéfinir le champ de l'objet social des S.C.P.I. pour tenir compte notamment des innovations apparues depuis la parution de la loi dans les investissements immobiliers.

En outre, le groupe a entrepris une réflexion visant à préciser les règles prudentielles générales susceptibles d'accroître les garanties des épargnants.

VI. — Les placements en biens divers

A. — LES BIENS DIVERS EN 1987

Alors que deux propositions de placement en bien divers avaient été enregistrées en 1986 (six en 1985, seize en 1984), seule une note d'information a reçu un numéro d'enregistrement en 1987.

Par ailleurs, les effets de la loi n° 85-1321 du 14 décembre 1985 modifiant certaines dispositions du droit des valeurs mobilières, des titres de créances négociables des sociétés et des opérations de bourse se sont pleinement fait sentir en 1987, provoquant une restriction importante des possibilités d'appel public à l'épargne des sociétés existantes. Ces dispositions concernaient l'obligation d'un capital minimum de 1,5 MF pour les sociétés de « biens divers », ainsi que la nécessité d'obtenir une autorisation d'un établissement financier pour effectuer des opérations de démarchage.

L'article 29 avait en effet concédé un délai d'un an, à compter du 14 décembre 1985, aux personnes visées à l'article 36 de la loi du 3 janvier 1983, pour se transformer en sociétés par actions justifiant d'un capital entièrement libéré d'un montant minimum de 1 500 000 F, seules habilitées à recevoir des sommes correspondant aux souscriptions des acquéreurs et aux versements des produits de leurs placements.

Étaient visés par cette mesure transitoire :

1° Les promoteurs de produits de placement, qui, à la date du 14 décembre 1985, avaient obtenu un numéro d'enregistrement pour un document d'information non déclaré caduc ;

2° Les gestionnaires de biens commercialisés dans le cadre de la loi du 3 janvier 1983.

Par ailleurs, l'article 25 de la loi du 14 décembre 1985 assimile à des placements de fonds soumis aux dispositions de la loi n° 66-1010 du 28 décembre 1966 relative à l'usure, aux prêts d'argent et à certaines opérations de démarchage et de publicité, les opérations visées par l'article 36 de la loi du 3 janvier 1983.

Les promoteurs de produits de placement se voyaient dès lors interdire, à compter du 14 décembre 1985 de démarcher le public, à moins que ce ne fût pour le compte de banques, d'établissements financiers, de caisses d'épargne, de sociétés de caution mutuelle régies par la loi du 13 mars 1917, d'entreprises de crédit différé bénéficiaires de l'agrément spécial du ministre de l'Économie et des Finances prévu par le décret n° 53-947 du 30 septembre 1953.

Après examen de la situation des 32 sociétés commercialisant des biens divers ou sociétés « fermées » ne faisant plus appel public à l'épargne et dont l'activité se limite à la gestion de ces biens, la Commission a prononcé le retrait de onze numéros d'enregistrement délivrés entre 1983 et 1985 (cf. annexe XV) le capital social des cinq sociétés concernées n'ayant pas été augmenté à hauteur du minimum fixé par la loi.

La Commission des opérations de bourse a également mis fin à la validité d'un douzième numéro d'enregistrement, la faculté de commercialiser les parts du massif forestier indivis, objet du placement, ayant cessé d'exister au jour de l'apport de ce massif forestier à un groupement forestier.

La Commission n'entend pas imposer la mise en conformité des sociétés existant antérieurement à loi du 14 décembre 1985 aux exigences formulées par la réponse apportée par le ministre d'État, ministre de l'Économie, des Finances et de la Privatisation, à une question parlementaire d'août 1986 (cf. rapport annuel 1988 — page 154), dès lors que ces sociétés ont cessé toute forme d'appel public à l'épargne.

B. — JUGEMENTS RENDUS EN MATIÈRE DE BIENS DIVERS

1) L'affaire ICCU

Le magistrat instructeur a rendu le 5 mars 1987 une ordonnance de non-lieu du chef d'escroquerie, ordonnance confirmée par la cour d'appel. Le tribunal correctionnel a donc été saisi exclusivement des faits d'abus de biens sociaux commis par Peter Sykes, gérant de la société ICCU France qui avait pour objet l'exploitation d'un pool de conteneurs.

Il a déclaré Peter Sykes coupable d'avoir abusé des biens et du crédit de la société à hauteur de 2 786 643,15 F, et l'a condamné à dix mois d'emprisonnement avec sursis et 50 000 F d'amende. Aucun appel n'a été interjeté.

2) L'affaire CATU

La Commission des opérations de bourse avait été saisie, dans le courant de l'année 1983 et depuis le début de l'année 1984, d'un nombre élevé de plaintes dirigées contre la société Catu-Containers qui était représentée en France, jusqu'en janvier 1983, par une filiale de droit français. Ces plaintes étaient significatives des problèmes soulevés par les placements financiers divers, tant avant l'entrée en vigueur, le 4 juillet 1983, de la loi sur la protection de l'épargne, que depuis cette date.

Les obstacles opposés par la société Catu au contrôle des informations données aux investisseurs, le fait qu'elle ait fermé son établissement en France, le caractère trompeur de certaines des publicités qu'elle avait diffusées constituaient un faisceau d'indices de nature à susciter un doute sur le sérieux de cette entreprise.

La Commission des opérations de bourse avait donc été conduite à transmettre l'ensemble des éléments et des plaintes en sa possession au Parquet de Paris qui avait ouvert une information pénale.

Un jugement au 15 décembre 1987, rendu par la onzième chambre du tribunal de grande instance de Paris, a condamné Monsieur A, pour abus de biens et délit d'escroquerie, à la peine de dix-huit mois d'emprisonnement avec sursis, et à 150 000 F d'amende. Il a été également condamné à verser à onze parties civiles des dommages-intérêts.

Le même jugement a déclaré la S.A.R.L. Catu Containers France et S.A. Catu Suisse Containers civilement responsables de Monsieur A, et tenues en cette qualité aux paiements des sommes allouées aux parties civiles du chef d'escroquerie.

Seize parties civiles ont interjeté appel le 21 décembre 1987, et Monsieur A en a fait autant le 30 décembre 1987 en limitant toutefois son recours aux seules dispositions civiles.

3) L'affaire ASH FRANCE

Dans l'affaire Ash France (précédemment Ash Containers), les prévenus ont été relaxés.

4) Décision judiciaire concernant GCW, PG Conteneurs, PG Investissements et SEGP

Ainsi qu'en a rendu compte la Commission dans son 19^e rapport annuel pour 1986, une information pénale a été ouverte en mai 1984, contre les dirigeants des sociétés GCW, PG Conteneurs, PG Investissements et SEGP (1) en liquidation de biens par jugement du Tribunal de commerce du 12 janvier 1984.

M. A, le dirigeant de ces sociétés, ainsi que Monsieur B, employé en qualité de représentant, ont été condamnés, le 8 juillet 1987, par le Tribunal de grande instance de Paris, le premier nommé à la peine de trois ans d'emprisonnement dont deux ans avec sursis et mise à l'épreuve pendant cinq ans des chefs d'escroqueries, détournement d'actif, abus de confiance et le second nommé à la peine de dix-huit mois d'emprisonnement avec sursis et mise à l'épreuve pendant cinq ans du chef d'escroquerie.

Ce jugement est définitif.

(1) CGW : « Gestion Conteneurs Wagon »
SEGP : « Études et gestion du patrimoine »
PG Investissements : « A Investissements » PG
Conteneurs : « Pierre Girard Conteneurs ».

VII. — Les Sofica

La loi de finances n° 87-1060 du 30 décembre 1987 portant loi de finances pour 1988 a reconduit les avantages fiscaux attachés à la souscription d'actions émises par les sociétés anonymes de financement de l'industrie cinématographique et audiovisuelle (SOFICA) dont les caractéristiques ont été définies par l'article 40 de la loi n° 85-695 du 11 juillet 1985 et ses décrets d'application.

L'existence d'avantages fiscaux substantiels a continué comme en 1986, à susciter dans le public une forte demande de placement. Parmi les 9 SOFICA existant au 31 décembre 1986, 5 ont procédé à des augmentations de capital, deux augmentations de capital concernant l'une d'entre elles. Deux nouvelles SOFICA ont par ailleurs été créées.

Les notes d'information correspondant à ces opérations ont toutes obtenu un visa. A l'occasion d'une augmentation de capital faisant immédiatement suite à une opération de même nature rapidement couverte et assortie d'un délai de priorité concédé aux anciens actionnaires, la Commission des opérations de bourse a précisé que même si la deuxième opération pouvait s'analyser comme le prolongement de la première augmentation de capital, il n'en demeurerait pas moins que ces opérations étant juridiquement distinctes, devaient par conséquent comporter chacune un droit préférentiel de souscription, ou un délai de priorité.

Ces notes d'information ont été établies à partir de règles différentes de celles qui avaient prévalu en 1985 et 1986. En effet, les interrogations que ces sociétés nouvelles avaient pu susciter au regard de la protection de l'épargne se trouvant atténuées au terme de près de deux années de fonctionnement, la Commission des opérations de bourse a estimé possible d'introduire des assouplissements à leurs modalités d'appel public à l'épargne.

Quelles que prématurées que soient les conclusions sur les performances des SOFICA et même leur viabilité à terme, dans la mesure où leur vocation consiste à financer des productions amorties sur une durée relativement longue, plusieurs éléments encourageants peuvent être mis en avant :

1. Les résultats des SOFICA à la fin 1986 ou au milieu de l'année 1987 laissent apparaître des chiffres voisins de l'équilibre ou légèrement déficitaires pour la majorité d'entre elles ; seules 3 sociétés sur 9 enregistrent des pertes assez importantes (jusqu'à 2 MF). La portée de ces données comptables doit être relativisée par les éléments suivants :

— Les investissements réalisés ne procureront pour l'essentiel d'entre eux, des recettes effectives que sur les exercices ultérieurs.

— Les amortissements effectués sont particulièrement importants : les frais de constitution ont été largement amortis au cours de ce premier exercice et les investissements réalisés bénéficient d'un régime d'amortissement fortement dégressif (50 % la première année), possibilité dont ont fait usage de nombreuses SOFICA.

2. La gestion des SOFICA a incontestablement privilégié la prudence sur la prise de risques. Émanation, pour la majorité d'entre elles, de groupes bancaires diversifiés, elles se sont orientées vers le financement de créations cinématographiques ou audiovisuelles de grande diffusion, où l'exploitation en salle représente une part de plus en plus faible par rapport à la diffusion télévisée, à la vente des droits ou à la vente à l'étranger. Elles ont largement bénéficié de la modification de l'environnement audiovisuel français, tout en limitant à des montants relativement faibles leurs participations directes dans les sociétés de production.

Dans ces conditions, l'avertissement incorporé à la note d'information a pu être allégé et rendu moins négatif que précédemment, tout en continuant de faire ressortir le caractère risqué du placement, l'aspect aléatoire du domaine, son absence de liquidité.

Le montant minimum de première souscription a par ailleurs pu être ramené de 50 000 F à 30 000 F.

Il ressort qu'au 31 décembre 1987, l'encours global des capitaux collectés s'est élevé à 767 945 000 F, représentant une croissance de 35 % par rapport à 1988. Le montant des capitaux souscrits dans le cadre des huit opérations réalisées en 1987 s'établit à 157 565 000 F.

VIII. — Les plans d'épargne en vue de la retraite (P.E.R.)

La loi n° 87-416 du 17 juin 1987 sur l'épargne instaure la possibilité, pour les contribuables domiciliés en France, d'ouvrir des Plans d'Épargne en vue de la Retraite (P.E.R.). Cette loi a été complétée par le décret d'application n° 87-907 du 10 novembre 1987.

Dans le cadre de sa mission générale de surveillance de l'appel public à l'épargne et d'information du public, la Commission des opérations de bourse exerce sa compétence sur les Plans d'Épargne en vue de la Retraite (P.E.R.) dès lors que ceux-ci sont composés totalement ou partiellement de produits financiers.

Dans une instruction du 24 novembre 1987, la Commission des opérations de bourse a indiqué les documents devant lui être transmis lors de l'élaboration de contrats de Plans d'Épargne en vue de la Retraite (P.E.R.) par les établissements promoteurs, et les éléments qu'ils doivent contenir.

A l'ouverture d'un Plan, les souscripteurs reçoivent plusieurs documents : certificat d'ouverture, contrat, notice d'information générale ainsi qu'éventuellement l'information sur les produits offerts.

L'instruction prévoit que ces trois derniers documents doivent recevoir, avant leur diffusion, l'approbation de la Commission qui peut faire procéder à toute modification qu'elle estimerait nécessaire. Toutefois, lorsque la notice générale sur les Plans d'Épargne en vue de la Retraite (P.E.R.) est celle proposée par la Commission des opérations de bourse, celle-ci n'a pas à lui être transmise.

Les modifications ultérieures des contrats devront être indiquées à la Commission.

IX. — Le statut des remisiers et gérants de portefeuille

Organisé par la loi n° 72-1128 du 21 décembre 1972 et le décret n° 73-634 du 5 juillet 1973 pris pour son application, le statut des remisiers et gérants de portefeuille a été modifié par le décret n° 87-531 du 9 juillet 1987, qui aménage les conditions d'octroi et de renouvellement de la carte d'auxiliaire de la profession boursière dont la délivrance par la Chambre syndicale des agents de change subordonne l'exercice de ces professions.

Le décret de 1973 prévoyait que la carte ne pouvait être obtenue que par des personnes ayant exercé la profession de remisier ou de gérant de portefeuille pendant une durée d'un an au moins avant la publication du décret ou justifiant, par une attestation écrite d'un agent de change, d'une banque ou d'un établissement financier, qu'elles ont eu pendant deux ans au moins, une activité professionnelle leur ayant permis d'acquérir une expérience suffisante de la bourse.

La carte était délivrée une fois pour toutes, sauf pour la Chambre syndicale à décider de son retrait sur demande motivée du Procureur de la République. La Commission des opérations de bourse pouvait également demander le retrait de la carte dans le cas où il était passé outre à l'interdiction qu'elle avait prononcée de publier ou de diffuser les documents destinés au public ou à la clientèle.

L'application de ce texte sur plus de dix années a révélé deux insuffisances principales :

— d'une part, en l'absence de spécification sur le contenu des attestations, des cartes professionnelles ont été délivrées au vu de déclarations dont la valeur pouvait être mise en doute du fait de leur imprécision.

— d'autre part, en l'absence d'une procédure de renouvellement périodique des cartes, il est vite apparu que le nombre de cartes en circulation était sans rapport avec le nombre de remisiers ou gérants exerçant effectivement leur activité.

Pour remédier à ces inconvénients, le décret de 1987 introduit des mesures destinées, d'une part, à renforcer le contrôle de l'expérience professionnelle des remisiers et gérants de portefeuille, d'autre part, à améliorer le suivi de l'activité de ces professionnels, grâce à une procédure de renouvellement de leurs cartes.

A. — LE RENFORCEMENT DU CONTRÔLE DE L'EXPÉRIENCE PROFESSIONNELLE

Trois mesures ont été décidées à cet effet :

1. La prise en compte de la distinction entre la profession de remisier et celle de gérant de portefeuille prévue par la loi du 21 décembre 1972, qui permet l'attribution :

— d'une carte de remisier aux personnes disposant d'une expérience de la bourse sans avoir nécessairement celle de la gestion de portefeuille ;

— d'une carte de gérant de portefeuille aux seuls candidats dont le dossier démontre une expérience de gestionnaire de portefeuille.

Bien entendu des cartes de remisier-gérant continueront à être délivrées aux personnes présentant l'ensemble des compétences requises.

2. La constitution d'un dossier visant à clarifier les déclarations respectives des organismes délivrant les attestations et des candidats, et comprenant :

— « une attestation motivée d'un agent de change ou d'un établissement de crédit, justifiant que l'intéressé a exercé pendant 2 ans au moins, une activité lui ayant permis d'acquérir une expérience suffisante pour exercer la ou les activités professionnelles envisagées. Cette attestation contient la description des différentes fonctions exercées par le candidat et précise l'identité des personnes ou organismes sous la responsabilité desquels celles-ci ont été effectuées, ainsi que les dates de prise et de cessation desdites fonctions ».

— un curriculum vitae certifié sur l'honneur.

3. L'instauration d'une procédure d'examen préalable à la décision de la Chambre syndicale des agents de change, par une instance collégiale dont l'avis est joint au dossier de candidature.

Cette instance, présidée par un représentant de la Chambre syndicale, est composée d'un représentant du Conseil national du Crédit, d'un remisier ou gérant de portefeuille et d'une personne qualifiée, ces deux derniers étant désignés par le ministre de l'Économie, des Finances et de la Privatisation.

Elle a été constituée en décembre 1987, un représentant de la Commission des opérations de bourse a été nommé en tant que personne qualifiée. La procédure de délivrance de la carte de remisier-gérant de portefeuille pourra, en tant que de besoin, impliquer l'audition des candidats si la Commission le juge nécessaire.

B. — AMÉLIORATION DU SUIVI DE L'ACTIVITÉ DES REMISIERS ET GÉRANTS DE PORTEFEUILLE GRÂCE A UNE PROCÉDURE DE RENOUVELLEMENT DE LA CARTE PROFESSIONNELLE

L'article 3 modifié du décret du 5 juillet 1973 instaure une durée de validité de la carte d'auxiliaire de la profession boursière expirant le 31 décembre de la troisième année suivant celle de la délivrance, et une procédure de renouvellement automatique sous réserve que les titulaires en fassent la demande dans le délai précité.

A défaut, les personnes souhaitant poursuivre leur activité devront solliciter une nouvelle carte.

L'attention des personnes, actuellement titulaires de carte d'auxiliaire de la profession boursière, doit être particulièrement appelée sur les dispositions transitoires qui prévoient que « les cartes professionnelles délivrées plus de trois ans avant la parution du présent décret devront faire l'objet d'une demande de renouvellement avant le 31 décembre de l'année suivant l'entrée en vigueur du présent décret », soit le 31 décembre 1988.

C. — CONTRÔLES.

Les Services de la Commission des opérations de bourse ont entrepris une enquête sur l'activité d'un remisier-gérant de portefeuille, dont les conclusions sont retracées dans le chapitre V, p. 193.

CHAPITRE VII

La coopération internationale

La Commission a développé ses activités en matière de coopération internationale autour des trois axes définis les années précédentes.

D'une part, elle a continué de jouer un rôle actif au sein de l'Organisation internationale des Commissions de valeurs mobilières, et en particulier du Comité technique créé en mai 1987, en vue de favoriser la coopération dans le domaine de la réglementation et de la surveillance des opérations internationales sur les marchés de valeurs.

D'autre part, elle a poursuivi sa concertation avec les autorités de contrôle d'autres pays dans un domaine qui leur tient particulièrement à cœur : les possibilités d'échange d'informations et d'assistance mutuelle en vue de réprimer les infractions en matière de valeurs mobilières.

Enfin, elle a participé à des réunions au niveau européen, que ce soit par sa collaboration aux projets de directives en matière de droit des sociétés et des valeurs mobilières ou par sa coopération au sein du groupe de contact informel.

I. — L'organisation internationale des commissions de valeurs mobilières

L'Organisation internationale des Commissions de valeurs mobilières et organismes assimilés (O.I.C.V.), créée en 1974 au niveau du continent américain, est devenue, depuis la réforme de ses statuts en 1983, une organisation à vocation mondiale. Elle a pour mission de promouvoir l'information mutuelle et la coopération entre les organismes chargés, dans les différents pays, d'exercer le contrôle des marchés de valeurs dans le but d'assurer l'efficacité et l'intégrité de leur fonctionnement. Lors de la XI^e Conférence annuelle de Paris, tenue en juillet 1986, l'Organisation a décidé d'établir un secrétariat général, dont le siège est situé à Montréal.

La création en mai 1987 d'un Comité technique par les commissions de valeurs des pays les plus intéressés par les opérations internationales a donné une nouvelle impulsion à l'Organisation.

A. — LA 12^e CONFÉRENCE ANNUELLE DE L'O.I.C.V.

La XII^e Conférence annuelle de l'O.I.C.V. s'est tenue, du 1^{er} au 4 septembre 1987, à Rio de Janeiro, à la suite de l'invitation faite par la Commission de valeurs mobilières du Brésil.

Les organismes de 31 pays ont participé à la conférence à titre de membres de l'Organisation ; treize autres pays étaient représentés par des observateurs.

Ont participé également à la conférence des organisations internationales intéressées aux marchés de valeurs, notamment l'Organisation pour la coopération et le développement économique (O.C.D.E.), la Commission des Communautés européennes, la Société financière internationale du Groupe de la Banque mondiale, la Fédération internationale des bourses de valeurs, l'International Accounting Standards Committee et l'Instituto Interamericano de Mercados de Capital. L'American Bar Association était également représentée à la conférence.

La conférence était organisée par la Comissao de Valores Mobiliarios du Brésil et présidée par le président de cet organisme, M. Luis Octavio da Motta Veiga.

A l'occasion de cette conférence, le secrétaire général a pu annoncer que 22 pays avaient adhéré à la déclaration de Rio par laquelle les membres s'engagent à fournir aux autres signataires, dans la mesure permise par la loi nationale et sous réserve de réciprocité, toute information que l'un de ceux-ci pourrait demander concernant des infractions reliées aux valeurs mobilières.

1) L'adoption de résolutions

La conférence a conclu ses travaux par l'adoption de résolutions concernant l'action des commissions de valeurs mobilières dans les domaines de :

- la modernisation et la simplification du prospectus ;
- la conversion de la dette étrangère en valeurs mobilières ;
- la coopération en matière de surveillance et de répression des infractions ;
- le développement des marchés (en particulier l'accès aux marchés).

a) La modernisation et la simplification du prospectus

La conférence a adopté trois recommandations en vue de favoriser la réciprocité :

— Les autorités de contrôle devraient échanger des informations sur leurs exigences respectives en matière de prospectus, de rapports intérimaires et d'information continue afin de favoriser une meilleure compréhension de leurs méthodes de contrôle.

— Elles devraient examiner les moyens pratiques de promouvoir l'utilisation de normes communes en matière de comptabilité et de vérification comptable.

— Elles devraient examiner la nécessité d'une étude sur la responsabilité du fait de l'information diffusée par le prospectus ou par d'autres moyens, en raison de la multiplication des émissions multinationales et dans le cadre de la réciprocité.

b) La conversion de la dette étrangère en valeurs mobilières

La conférence a adopté la recommandation suivante :

— Les programmes de conversion de la dette étrangère en valeurs mobilières, et particulièrement en actions, dans les pays débiteurs peuvent apporter une contribution importante à la croissance et au renforcement de leurs marchés de valeurs.

c) La coopération en matière de surveillance et de répression des infractions

La conférence a adopté les recommandations suivantes :

— Les autorités de contrôle devraient conclure des accords internationaux, bilatéraux ou multilatéraux, qui leur permettent d'échanger des informations d'une manière souple et dans un esprit de confiance, de compréhension et de réciprocité, de façon qu'elles puissent obtenir l'information dont elles ont raisonnablement besoin sur les opérations, sur les participants aux opérations et sur les émetteurs, conformément aux conditions convenues quant à leur caractère confidentiel et dans le respect des préoccupations légitimes concernant la protection de la vie privée.

— Il faudrait encourager les pays qui n'ont pas d'autorité de contrôle en matière de valeurs mobilières à atteindre ces objectifs par d'autres moyens, en particulier par des mesures administratives ou judiciaires.

— Il faudrait identifier les principaux types d'infractions qui violent les principes fondamentaux du juste fonctionnement des marchés de valeurs (en commençant par la manipulation du marché) et encourager tous les pays à adopter des mesures qui interdiraient de telles infractions.

d) Le développement des marchés (en particulier, l'accès aux marchés)

La conférence a adopté les recommandations suivantes :

— L'O.I.C.V. devrait promouvoir les marchés ouverts comme objectif ultime, avec une pleine appréciation des divers types de barrières, ainsi que des réalités politiques et économiques dans les divers pays, particulièrement dans les pays en voie de développement.

— Dans l'immédiat, l'O.I.C.V. devrait, en premier lieu, identifier les principaux types de barrières explicites et encourager leur suppression dans les marchés des pays développés et, en second lieu, préparer un document de travail sur les barrières implicites avec le but ultime de les supprimer aussi.

— Il faut accorder une attention particulière aux problèmes d'accès dans les pays en voie de développement. Dans ces pays, il s'agit d'élaborer et de recommander des politiques compatibles avec le développement le plus vigoureux du marché interne.

— Il faudrait recommander à l'O.C.D.E. de mettre à jour, annuellement, son rapport sur les valeurs mobilières (Échanges internationaux de services : valeurs mobilières).

e) *L'intégration des marchés (en particulier, les problèmes liés à la compensation et au règlement des opérations)*

Un cinquième atelier a traité de l'intégration des marchés mais n'a donné lieu à l'adoption d'aucune résolution.

L'atelier a noté la nécessité d'un contrôle efficace sur les mouvements de titres et de fonds, en fonction de l'augmentation du volume des opérations. En matière de compensation et de règlement, les problèmes pourraient entraîner un chaos financier et un désastre économique pour les intermédiaires, pour leurs clients et pour les pays touchés. En outre, les problèmes de fonctionnement s'accompagnent de coûts trop élevés.

L'atelier a reconnu que la solution idéale, un organisme mondial de compensation et de règlement, n'est pas réalisable, du moins à court terme, mais il a souligné la nécessité urgente d'élaborer des normes universelles pour certains aspects du processus.

L'atelier a retenu comme solution logique l'établissement de liaisons entre les systèmes de compensation et de règlement, les organismes en place se portant garants de leurs membres. En outre, il faut encourager les pays qui n'ont pas de système standard ou centralisé à en mettre un en place.

L'atelier a noté que, pour arriver à cette fin, les intérêts particuliers doivent être mis de côté dans un effort de coopération. La mise en œuvre de cette solution suppose un forum international qui pourrait se concentrer sur les questions reliées à la compensation et au règlement des opérations internationales, et l'O.I.C.V. est toute désignée à cette fin.

2) **Création de comités**

Lors de sa réunion des 14 et 15 mai 1987 à Montréal, le comité exécutif a décidé la création d'un comité technique, chargé de coordonner la réglementation des opérations internationales sur les marchés de valeurs (voir ci-dessous).

Lors de sa réunion à Montréal, le comité exécutif avait également demandé une étude sur la création d'un comité sur le développement des marchés émergents. A Rio, le comité exécutif a décidé de mettre sur pied ce comité.

3) **La refonte des statuts**

La conférence a adopté une refonte des statuts de l'Organisation qui reflète mieux les structures que l'Organisation s'était donnée lors de la Conférence de Paris.

En particulier, cette refonte définit d'une façon plus précise les pouvoirs du comité exécutif.

En outre, elle a créé une nouvelle catégorie de membres, les membres associés, qui ne possèdent pas le droit de vote et ne sont pas éligibles au comité exécutif. Cette nouvelle catégorie a été créée en vue d'associer aux travaux de l'Organisation, des organismes de réglementation qui ne peuvent être admis à titre de membres ordinaires, en particulier des associations représentant des autorités de réglementation ayant compétence dans les subdivisions d'un État déjà représenté dans l'Organisation par l'autorité centrale. A ce titre la Bourse de Londres a été admise.

4) Contribution annuelle

La conférence a décidé de demander aux membres, à compter de 1989, une contribution de 3 000 \$ U.S. Cette contribution permettra à l'Organisation de poursuivre ses travaux de façon continue et d'avoir une activité ininterrompue entre les conférences.

5) L'admission de nouveaux membres

La conférence a décidé d'admettre comme nouveaux membres les organismes de contrôle des marchés de valeurs des pays suivants : Égypte, Israël, Pays-Bas, Singapour et Suède. Cela porte à 41 le nombre des membres de l'Organisation. En outre, la conférence a décidé d'admettre à titre de membre associé la North American Securities Administrators Association (N.A.S.A.A.).

6) Constitution de comités régionaux permanents

La conférence a reconnu le comité régional permanent européen et le Comité régional permanent Asie-Pacifique.

7) Composition du comité exécutif

La conférence a procédé à l'élection de quatre membres du comité exécutif. Ont été élus les organismes des pays suivants : États-Unis, France, Hong-Kong, Royaume-Uni.

Les quatre autres membres, élus l'an dernier et dont le mandat se terminera l'an prochain, sont : Australie, Brésil, Italie, Pérou.

Font également partie du comité exécutif l'Équateur, qui représente le Comité régional américain, la Suède, qui représente le Comité régional européen, et la Nouvelle-Zélande, qui représente le Comité régional Asie-Pacifique.

8) Tenue des prochaines conférences

L'organisation tiendra sa prochaine conférence annuelle à Melbourne (Australie) du 13 au 17 novembre 1988 et la suivante en Italie.

Le comité exécutif réuni le 4 septembre à Rio a adopté le programme de la conférence de Melbourne et retenu cinq sujets :

1° Le développement de la gestion collective de portefeuille comme facteur d'ouverture des marchés ;

2° La coordination des normes de comptabilité comme facteur d'harmonisation des prospectus ;

3° Les offres publiques d'achat ;

4° L'utilisation d'informations privilégiées et la manipulation des marchés ;

5° Les progrès dans les systèmes automatiques de négociation et d'exécution des ordres.

Il a élu comme Président M. Henry Bosch, Président de la Commission nationale des valeurs mobilières d'Australie et comme Vice-Président M. Yves Le Portz, Président de la COB. Lors de sa réunion à Melbourne les 7 et 8 décembre 1987, il a arrêté définitivement le programme de la 13^e conférence et le nom des orateurs appelés à y intervenir. A cette occasion il a été décidé de prévoir un atelier sur la crise boursière d'octobre 1987 et ses suites.

B. — LE COMITÉ TECHNIQUE

En novembre 1986, lors de sa réunion de Rio de Janeiro, le comité exécutif de l'O.I.C.V. avait décidé d'entreprendre une étude sur la création d'un comité technique chargé de coordonner la réglementation des opérations internationales sur les marchés de valeurs mobilières. Ce comité technique a été créé par une résolution du comité exécutif réuni les 14 et 15 mai 1987 à Montréal.

1) La première réunion du comité technique le 28 juillet 1987 à Londres

Le comité technique a tenu sa première réunion à Londres, au siège de la Bourse le 28 juillet 1987.

Destiné à s'occuper du placement des émissions internationales ainsi que du fonctionnement des marchés secondaires, il comprend des représentants des pays possédant les marchés les plus engagés dans les opérations internationales.

Douze pays y sont représentés soit par des représentants des commissions de valeurs mobilières, soit par des représentants des bourses : Allemagne, Australie, Canada (Ontario et Québec), États-Unis, France, Hong-Kong, Italie, Japon, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède, Suisse.

Ce comité technique vise à réunir les experts des différents pays afin d'étudier les problèmes de réglementation liés aux opérations internationales et de proposer des solutions pratiques à ces problèmes.

Lors de cette première réunion, les participants sont tombés d'accord sur l'intérêt qu'il y a lieu de porter à la coordination des réglementations des marchés de valeurs mobilières et sur la nécessité d'entreprendre des études approfondies et concertées pour mener à bien cette coordination, tout en utilisant les travaux assurés par d'autres organismes tels que la Fédération internationale des bourses de valeurs sur les problèmes de compensation.

Le comité s'est prononcé sur les priorités en matière d'études et a créé six groupes de travail :

— Le premier est chargé de faire une étude sur les méthodes couramment utilisées pour le placement des titres à l'échelle internationale (émission d'euro-actions) et sur le problème des cotations multiples ; il est chargé de définir les catégories d'émetteurs concernés et d'identifier les problèmes réglementaires qui se posent.

— Le second groupe, en coordination avec l'I.A.S.C. (*) et l'I.F.A.C. (*), doit travailler à identifier les principes et méthodes de vérification comptable que les régulateurs pourraient être prêts à accepter pour une émission multinationale.

Plusieurs réunions de travail ont eu lieu au cours des derniers mois avec l'I.A.S.C., qui ont permis de préciser les lignes directrices de l'action entreprise par cet organisme pour assurer une homogénéité plus poussée de l'ensemble des normes d'établissement des comptes consolidés des sociétés de tous pays. Deux années de travail seront sans doute nécessaires avant que soit adoptée une nouvelle norme pouvant servir de base pour des comptes acceptables dans des prospectus multinationaux.

En ce qui concerne l'harmonisation des normes d'audit au niveau international, les travaux en commun avec l'I.F.A.C. commenceront en mai 1988.

— Le troisième groupe est chargé de discuter les problèmes de définition de sécurité financière et de solvabilité des firmes d'intermédiaires à caractère multinational et d'échange de données financières, en s'appuyant sur les travaux du Comité Cooke (B.R.I.*).

— Le quatrième groupe doit étudier les problèmes liés à la compensation et au règlement des opérations internationales.

— Le cinquième groupe doit procéder à un inventaire des contraintes existant en matière d'échange d'informations et de collecte de preuves entre les régulateurs membres du comité technique.

— Le sixième groupe est chargé d'identifier les problèmes créés par la croissance des transactions internationales hors bourse. L'évolution des travaux de ces groupes est suivie par le Secrétariat général de l'O.I.C.V. à Montréal, qui assure également le secrétariat du comité technique.

(*) I.A.S.C. International Accounting Standards Committee (Comité des normes comptables internationales).

(*) I.F.A.C. International Federation of Accountants (Fédération Internationale des Experts Comptables).

(*) B.R.I. Banque des Règlements Internationaux.

2) La deuxième réunion du comité technique les 15 et 16 février 1988 à Paris

Trois points principaux figuraient à l'ordre du jour de la réunion.

En premier lieu, chacun des présidents des groupes de travail constitués lors de la précédente réunion a présenté un calendrier de l'avancement de ses travaux.

En second lieu, le comité a examiné les implications internationales de la crise des marchés financiers d'octobre 1987. Il a chargé la Commission des opérations de bourse d'une étude spéciale en liaison avec les autres membres du comité technique en vue de faire la synthèse des enseignements tirés par les différents pays depuis la crise pour le développement des marchés financiers et plus particulièrement sur les aspects internationaux et les liens entre les marchés au comptant et à terme. La Commission devra rendre compte de ses travaux lors de la prochaine réunion du comité technique qui doit se tenir à Montréal en juin 1988.

Enfin, le comité technique a examiné les moyens à mettre en œuvre pour l'échange d'informations entre les autorités boursières en vue de réprimer les fraudes en matière de valeurs mobilières. Sur ce point, un nouveau rapport doit présenter une analyse plus approfondie du sujet qui soulève de nombreuses questions juridiques et pratiques.

II. — L'échange d'informations

L'une des préoccupations essentielles des autorités de contrôle dans le domaine international concerne les possibilités d'échanges d'informations et d'assistance mutuelle en vue de réprimer les infractions en matière de valeurs mobilières. C'était bien le souci exprimé par le comité exécutif, lors de sa réunion de Rio en novembre 1986 : le comité avait adopté une résolution invitant les membres de l'O.I.C.V. à signer un accord d'assistance réciproque aux termes duquel ils s'engageraient à fournir aux autres signataires, dans la mesure permise par la loi locale, l'information nécessaire à l'application des lois sur les valeurs mobilières (Rapport annuel 1986, p. 172). Depuis cette date, vingt-trois membres ont signé cet accord : Argentine, Bolivie, Brésil, Chili, Colombie, Costa-Rica, Équateur, États-Unis, France, Hong-Kong, Italie, Mexique, Nouvelle-Zélande, Nigeria, Norvège, Ontario, Panama, Pérou, Québec, Royaume-Uni, Taïwan, Trinidad et Tobago, Uruguay. Cet accord d'assistance réciproque reflète la volonté des membres de l'O.I.C.V. de collaborer entre eux pour assurer une meilleure surveillance des marchés, à l'heure de l'internationalisation. Toutefois il constitue plus une déclaration d'intention qu'un accord multilatéral ; il contient, en effet, deux restrictions qui limitent la portée de l'engagement : respect de la loi nationale, d'une part, et respect de la condition de réciprocité, d'autre part.

La mise en œuvre d'une assistance efficace sur le plan international se réalise progressivement par différents moyens : élaboration d'une convention multilatérale d'assistance en matière d'opérations d'initiés dans le cadre du Conseil de l'Europe ; projets de traités bilatéraux entre autorités de contrôle et ratifiés par le Parlement ; concertation dans le cadre de la réunion informelle de Londres.

A. — LA CONVENTION DE STRASBOURG

A la suite d'un colloque sur les opérations d'initiés organisé à Milan en octobre 1983, auquel participaient les délégués du Conseil de l'Europe, la décision avait été prise par ce dernier de mettre à l'étude un projet de convention internationale portant sur une coopération administrative, pénale et civile en matière de poursuite des opérations d'initiés (Rapport annuel 1985, p. 132).

Le projet a été définitivement adopté par le Comité de Coopération juridique (C.D.C.J.) en novembre 1987 et est actuellement soumis au Comité directeur de politique criminelle (C.D.P.C.) chargé d'en examiner les aspects pénaux. Le projet devrait être transmis au Comité des ministres dès l'été 1988. Il est permis de penser que cette convention sera ratifiée rapidement par la majorité des États membres du Conseil de l'Europe.

L'objet de la convention est, en premier lieu, d'assurer entre les États qui l'auront ratifiée, une assistance internationale pour l'échange d'informations sur les opérations d'initiés. A cette fin, le texte contient des dispositions relatives à la définition du délit d'initié et de l'initié, au contenu de l'assistance envisagée, à l'utilisation des informations recueillies et au secret professionnel. La convention prévoit, en second lieu, une entraide judiciaire

en matière pénale, qui organise une procédure spécifique pour les opérations d'initiés par rapport à la Convention européenne d'entraide judiciaire en matière pénale du 20 avril 1959. Cette dernière convention n'a pas été ratifiée par tous les pays ou l'a été avec réserves. Les États pourront décider d'appliquer la convention ou de renoncer à leurs réserves pour les opérations d'initiés.

B. — LES PROJETS DE TRAITÉS BILATÉRAUX

Pour la Commission des opérations de bourse, la signature de traités bilatéraux, ratifiés par le Parlement, reste le moyen privilégié de mettre en œuvre une assistance efficace sur le plan international.

Les pourparlers engagés depuis l'année dernière avec les représentants de la Securities and Exchange Commission des États-Unis (Rapport annuel 1986, p. 177-178) sont à l'heure actuelle bien avancés et devraient mener à un accord dans les prochains mois. La Commodity Futures Trading Commission, l'autorité fédérale chargée aux États-Unis du contrôle des marchés à terme, a récemment manifesté son souhait de signer avec la COB un traité d'assistance mutuelle qui s'inspirerait largement du projet élaboré avec la Securities and Exchange Commission.

Des projets similaires sont envisagés avec le ministère du Commerce et de l'Industrie du Royaume-Uni, les autorités québécoises et l'Italie.

C. — LA RÉUNION INFORMELLE DE LONDRES

Le groupe de Wilton Park est un groupe informel constitué en décembre 1986 à l'initiative du ministère du Commerce et de l'Industrie du Royaume-Uni.

Son objet est de favoriser le développement des échanges d'informations entre les autorités de contrôle des marchés et plus particulièrement les conventions bilatérales d'assistance mutuelle en matière d'enquêtes.

Il comprend des représentants des autorités boursières des mêmes pays que le comité technique de l'O.I.C.V., à l'exclusion de la Suède. Il ne comporte aucun représentant de bourses de valeurs. Lors de sa dernière réunion, des délégués de la Commodity Futures Trading Commission, commission américaine des marchés à terme, ont été invités et les participants ont décidé de s'adjoindre des représentants de l'autorité de contrôle de Suède.

Les deux dernières réunions de juillet 1987 et février 1988 ont permis aux différents participants de manifester de nouveau leur volonté de développer l'échange d'informations pour faciliter la surveillance de chaque marché national, d'examiner les meilleurs moyens de lever les principaux obstacles à une coopération internationale en cette matière, de faire le point sur l'état d'avancement des négociations d'accords bilatéraux en cours et d'établir les contacts utiles avec leurs partenaires.

Une nouvelle réunion est envisagée pour mars 1989.

III. — La coopération européenne

A. — DIRECTIVES ET PROJETS DE DIRECTIVES

1) Reconnaissance mutuelle du prospectus d'admission à la cote officielle

Le Conseil des Communautés européennes a adopté le 22 juin 1987 une Directive modifiant la Directive n° 80-390 C.E.E. portant coordination des conditions d'établissement, de contrôle et de diffusion du prospectus à établir pour l'admission de valeurs mobilières à la cote officielle d'une bourse de valeurs (publiée au *Journal officiel* des Communautés européennes du 4 juillet 1987).

Il convient de rappeler que cette matière est régie par deux Directives :

— La Directive n° 79-279 du 5 mars 1979 portant coordination des conditions d'admission de valeurs mobilières à la cote officielle d'une bourse de valeurs (*Journal officiel* des Communautés européennes du 16 mars 1979), transposée en droit français à l'heure actuelle par le Règlement de la COB n° 87-01 (*Journal officiel* du 4 mars 1987).

— La Directive n° 80-390 C.E.E. du 17 mars 1980 précitée (*Journal officiel* des Communautés européennes du 17 avril 1980), modifiée par la Directive n° 82-148 du 3 mars 1982 (*Journal officiel* des Communautés européennes du 5 mars 1982), transposée par l'Instruction de la COB du 2 février 1982.

En l'absence de reconnaissance mutuelle, une société désirant introduire à des dates rapprochées ses titres sur plusieurs bourses de valeurs situées dans plusieurs États membres de la Communauté, devait établir un prospectus soumis au contrôle de chacune des autorités nationales compétentes.

La Directive du 22 juin 1987 pose le principe de la reconnaissance mutuelle et prévoit une coopération entre les autorités compétentes.

a) *Le principe de la reconnaissance mutuelle*

La Directive indique qu'une fois approuvé par une autorité compétente d'un État membre (la COB en France), le prospectus doit, sous réserve de sa traduction éventuelle, être reconnu par les autres États membres où l'admission à la cote officielle est demandée, dans les conditions suivantes :

1° Les autorités compétentes peuvent exiger l'insertion dans le prospectus de renseignements spécifiques au marché du pays d'admission, relatifs en particulier au régime fiscal des revenus, aux organismes financiers qui assurent le service financier de l'émetteur dans ce pays, ainsi qu'au marché de publication des avis destinés aux investisseurs.

2° De même une dispense totale ou partielle de prospectus accordée par une autorité compétente doit à certaines conditions être reconnue par les autres autorités compétentes des États membres ayant prévu les mêmes cas de dispense.

3° Un prospectus d'offre publique d'émission conforme par son contenu aux exigences de la Directive n° 80-390, bénéficie de la reconnaissance mutuelle s'il a été approuvé par une autorité compétente dans les trois mois qui précèdent la demande d'admission.

4° Le principe de la reconnaissance mutuelle s'applique en principe à tout émetteur, même à ceux ayant leur siège statutaire en dehors de la Communauté. Toutefois, les États membres peuvent limiter l'application de la reconnaissance mutuelle aux seuls émetteurs de la Communauté.

b) L'autorité compétente pour approuver le prospectus

Deux situations doivent être distinguées :

— si une des demandes d'admission est faite dans l'État où l'émetteur a son siège social, c'est l'autorité compétente de cet État qui devra approuver le prospectus ;

— dans tous les autres cas, l'émetteur doit choisir l'autorité compétente d'un des États membres dans lequel il présente une demande d'admission.

Toutefois, dans cette dernière hypothèse, s'il s'agit d'introduire à la cote officielle des titres donnant accès au capital social, dans un État autre que celui du siège social, alors que les actions de cet émetteur sont déjà admises à la cote officielle de ce dernier État, les autorités compétentes de l'État membre d'admission ne peuvent statuer qu'après avoir consulté celles de l'État membre du siège statutaire de l'émetteur des actions en question.

Cette directive doit être introduite dans les législations des États membres avant le 1^{er} janvier 1990. (Toutefois pour le Royaume d'Espagne avant le 1^{er} janvier 1991 et pour la République portugaise avant le 1^{er} janvier 1992).

Une fois mise en œuvre elle simplifiera la tâche des émetteurs et leur permettra d'obtenir plus facilement la cotation simultanée de leurs titres sur plusieurs places de la Communauté Européenne.

2) Publicité des prises et des cessions de participations importantes

Une proposition de directive présentée par la Commission en 1986 prévoit que toute personne physique ou morale qui, à la suite de l'acquisition ou de la cession de droits de vote d'une société cotée en bourse, atteint ou franchit certains seuils (fixés, en l'état actuel du projet, à 10 %, 20 %, 1/3, 50 % et 2/3), doit en informer la société et les autorités boursières compétentes. La société qui a reçu une telle déclaration doit à son tour en informer le public de chacun des États membres où ses actions sont soumises à la cote officielle d'une bourse de valeurs soit en publiant les informations dans un ou plusieurs journaux à diffusion nationale ou à large diffusion dans le ou les États concernés, soit en les mettant à la disposition du public aux endroits indiqués par annonces dans la presse.

3) Prospectus à publier en cas d'offre publique de valeurs mobilières

Le Conseil a poursuivi ses travaux sur le prospectus à publier en cas d'offre publique de valeurs mobilières. Ce projet de directive vient compléter la directive de 1980 concernant le prospectus d'admission à la cote officielle (80/390/C.E.E.). Il impose à l'émetteur de valeurs mobilières de publier, dès l'émission, un prospectus dont les informations exigées sont toutefois moins détaillées que celles du prospectus d'admission. Toutefois, le projet prévoit que, dans le cas où une offre publique porte sur des valeurs mobilières qui font l'objet au moment de l'offre d'une demande d'admission à la cote officielle d'une bourse de valeurs située dans un État membre, l'émetteur a la faculté de publier directement un prospectus conforme aux exigences de la directive de 1980. Le projet envisage également le cas des offres publiques de valeurs mobilières faites simultanément ou à des dates rapprochées dans plusieurs États membres. En l'état actuel du projet, il est prévu qu'un prospectus d'émission établi conformément aux dispositions de la directive de 1980 et régulièrement approuvé par l'autorité de contrôle d'un État membre doit, sous réserve de sa traduction éventuelle, être reconnu par les autres États membres où l'offre publique de ces valeurs mobilières est faite de façon simultanée ou à une date rapprochée, sans pouvoir y être soumis à une quelconque approbation et sans que ces États puissent exiger l'insertion, dans le prospectus, d'informations complémentaires, à l'exception toutefois de renseignements spécifiques au marché du pays où l'offre publique est faite.

4) Conseillers en investissement

Un projet de directive est toujours à l'étude au sein de la Commission en ce qui concerne les conseillers en investissement. Il vise à réglementer toutes les personnes qui fournissent au public, à titre professionnel, un service en matière d'investissements consistant à donner des conseils, à promouvoir des investissements, à opérer des transactions ou à gérer des placements. Les investissements en question devraient englober non seulement les valeurs mobilières au sens classique, mais également les placements collectifs dans lesquels les investisseurs perdent leur droit de contrôle individuel (comme les placements en conteneurs, forêts, métaux précieux, etc.). La Commission des Communautés européennes souhaite que ces intermédiaires fassent l'objet d'un certain degré de contrôle quant à leur probité et à leur éthique professionnelle. Le principe fondamental retenu par le projet consisterait à leur imposer d'obtenir une autorisation avant d'entreprendre leurs activités et de respecter des règles de conduite permanentes.

5) Opérations d'initiés

La Commission des Communautés européennes a saisi en mai 1987 le Conseil des ministres d'un projet de directive concernant la coordination des réglementations relatives aux opérations d'initiés. Le projet est centré sur trois points :

- définition des initiés ;
- définition des informations privilégiées ;

— interdiction pour les initiés primaires disposant d'informations privilégiées obtenues à l'occasion de l'exercice de leur profession ou de leurs fonctions, d'effectuer des transactions sur valeurs mobilières sur la base de ces informations, de les communiquer à un tiers et de recommander à un tiers d'acquérir ou de céder des valeurs mobilières négociées sur le marché boursier; en outre interdiction pour les initiés secondaires qui obtiennent leurs informations confidentielles auprès d'initiés primaires d'exploiter celles-ci en connaissance de cause pour acquérir ou céder des valeurs mobilières négociées sur le marché boursier.

Le Comité économique et social a rendu son avis sur cette proposition de directive le 16 décembre 1987. Il s'est montré favorable au principe d'une coordination au sein de la Communauté des réglementations relatives aux opérations d'initiés.

6) Offres publiques d'achat

En mai 1987 a été proposé un nouvel avant-projet de directive concernant les offres publiques d'achat (O.P.A.) visant à harmoniser les législations nationales régissant les O.P.A. dans les différents pays de la Communauté. Les réunions n'ont pas permis aux délégations de se mettre d'accord sur un texte. A la suite de la vague d'O.P.A. qui s'est produite dans plusieurs pays communautaires à partir de la fin de l'année 1987, le Parlement européen a souligné, dans une résolution du 11 février 1988, la grande variété et le caractère parfois contradictoire des législations nationales en matière d'O.P.A. Il a invité la Commission à présenter rapidement une proposition de directive en ce qui concerne les O.P.A., garantissant la publicité et la transparence des opérations, l'égalité des droits de tous les actionnaires, la continuité d'exploitation industrielle ou commerciale et l'absence de toute discrimination entre citoyens et entreprises communautaires.

7) Directive sur la création d'un espace financier européen unifié

Le 16 novembre 1987, la Commission des Communautés européennes a transmis au Conseil une communication sur la création d'un espace financier européen unifié. A cet envoi était joint un projet de directive de libération intégrale des mouvements de capitaux à l'intérieur de la Communauté, y compris dans le domaine des valeurs mobilières.

L'établissement du marché unique européen des prestations de services financiers, au plus tard à l'horizon de 1992, repose sur quatre principes :

- liberté des prestations de services de toute nature ;
- application aux prestations de la loi du pays d'où émane la demande ou l'offre effective de transactions (initiateur du contrat) ;
- reconnaissance mutuelle des règles posées par le pays d'origine des intermédiaires ;
- contrôle assuré en règle générale par les autorités du pays d'origine ;
- harmonisation minimale des règles applicables dans l'ensemble des pays de la Communauté.

Or, l'examen de la qualité de régulation applicable dans chaque pays à la protection de l'épargne (contrôle de la capacité et de l'honorabilité professionnelle, règles de solvabilité, règles d'information préalable du public, modes de commercialisation admis, règles déontologiques applicables aux professionnels, modalités de lutte contre la fraude) montre que la situation est très contrastée d'un pays à l'autre. Admettre la reconnaissance mutuelle et l'application de la loi de l'initiateur du contrat sans harmonisation sérieuse des règles de protection de l'investisseur est prendre le risque de voir certaines activités financières se localiser dans les pays les plus laxistes, et surtout d'exposer l'épargne française à des dangers très sérieux.

Au surplus, faire dépendre la loi applicable de la nationalité de l'initiateur en étendant au domaine des valeurs mobilières la jurisprudence de la Cour de Justice européenne en matière de libre prestation de service (arrêt Cassis de Dijon) est ignorer le fait qu'en matière de valeurs mobilières la plupart des transactions se font oralement, directement ou par téléphone et qu'il est pratiquement, dans un grand nombre de cas, impossible de déterminer l'initiateur d'une prestation. La presse s'est d'ailleurs très récemment fait l'écho des pratiques de la filiale française d'un établissement financier d'un autre pays de la Communauté, pratiques tendant à tourner sans sanction possible les interdictions posées par la loi française.

On ne saurait, du fait de ces préoccupations, remettre en cause le principe de la libération des prestations de service, ni exiger une harmonisation complète préalable. L'expérience des dernières années montre en effet qu'au rythme habituel des travaux communautaires, la négociation d'une harmonisation complète prendrait un délai très excessif. Mais la COB considère qu'il est nécessaire que des propositions d'harmonisation minimale à un niveau relativement élevé soient faites par la Commission des Communautés. A cet égard, elle a appelé l'attention du gouvernement afin que les négociations concernant des propositions d'harmonisation minimale soient menées assez rapidement.

1. Tout d'abord, la Commission pourrait être invitée à saisir le Conseil du projet de directive relatif aux intermédiaires financiers autres que les établissements de crédit; à défaut, la deuxième directive relative aux établissements de crédit créerait une distorsion entre les différents intermédiaires financiers opérant sur les marchés suivant leur nature juridique. Cette directive devrait contenir des indications précises sur :

- les exigences d'honorabilité et les critères de compétence professionnelle, à préciser par catégorie d'activités financières, et sur les procédures mises en œuvre pour le contrôle de cette honorabilité et de cette qualification;
- des procédures d'harmonisation des règles prudentielles des intermédiaires non bancaires, destinées à garantir leur solvabilité et la sécurité des fonds qui pourraient leur être confiés;
- les modalités du contrôle exercé dans chaque pays sur l'activité des intermédiaires financiers.

2. La Commission pourrait être également invitée à faire des propositions relatives aux règles minimales devant être respectées au moment de la commercialisation des produits financiers en libre prestation de service :

- les règles relatives à l'information préalable lors de la commercialisation;
- les règles concernant les garanties financières des fautes professionnelles des intermédiaires financiers;

— les contrôles qui peuvent être exercés par l'autorité publique du siège de l'intermédiaire et par l'autorité du lieu de commercialisation ;

— l'application du droit de la partie lésée en cas de litige.

3. La Commission pourrait également procéder à la révision du corps de principes et de règles de conduite applicables aux intermédiaires financiers, quel que soit leur statut juridique. La Communauté a d'ailleurs déjà donné l'exemple dans ce domaine puisqu'un premier code de conduite a été publié dès 1977.

4. Les modalités de contrôle devraient également être harmonisées de façon à assurer l'application effective dans chacun des états de la Communauté des règles posées par lui en application avec les normes communautaires.

5. Les textes devraient également prévoir, pour l'ensemble des intermédiaires financiers, la coopération entre autorités de régulation et de contrôle des différents pays, notamment pour l'investigation des transactions suspectes, en particulier à travers la connaissance de la véritable identité des propriétaires de titres, même s'ils se dissimulent derrière des trusts ou des fiducies. La notion de secret partagé devrait pouvoir éviter que les fraudeurs n'utilisent le secret professionnel pour dissimuler leurs engagements.

6. Une concertation des organismes de régulation des marchés de valeurs mobilières et des organismes de régulation des banques et des assurances pourrait être organisée au sein de la C.E.E.

B. — LE COMITÉ DES RESPONSABLES DES AUTORITÉS PUBLIQUES DE SURVEILLANCE DES MARCHÉS DE VALEURS MOBILIÈRES

Le Comité des responsables des autorités publiques de surveillance des marchés de valeurs mobilières a tenu sa troisième réunion à Bruxelles le 26 janvier 1987. Ce fut l'occasion pour chacun des participants d'exposer les dernières réformes intervenues dans son pays en matière de valeurs mobilières, de faire le point sur l'état des travaux communautaires et de discuter les possibilités d'échange d'informations entre les autorités de contrôle.

Le Comité s'est réuni à nouveau le 24 février 1988 à la demande de la direction générale des marchés financiers de la Commission des Communautés européennes. Après un tour d'horizon sur l'évolution de la réglementation dans les États membres, plusieurs thèmes ont été abordés : les suites de la crise boursière, l'adéquation des fonds propres dans le domaine des services d'investissements et la souscription à des émissions de valeurs mobilières qui ont lieu dans des États membres autres que celui de l'émetteur. En outre, il a été convenu que le Comité pourrait se réunir une ou deux fois par an et jouer le rôle de comité consultatif de la Commission sur les travaux en matière de valeurs mobilières d'une manière analogue à celui joué par le comité consultatif en matière bancaire.

C. — RÉUNIONS DU GROUPE DE CONTACT INFORMEL

Un groupe de contact informel composé de représentants des autorités boursières des différents États membres de la Communauté se réunit régulièrement deux fois par an depuis 1976 pour évoquer les problèmes d'application des directives européennes en matière d'information.

En 1987, deux réunions se sont tenues, l'une à Paris en avril, l'autre à Lisbonne en octobre. Les participants ont présenté l'évolution du marché boursier dans leur pays et ont échangé leurs vues sur la directive relative à la reconnaissance mutuelle du prospectus d'admission à la cote officielle, les procédures de consultation à mettre en place et les problèmes posés par l'application par les sociétés des règles d'information permanente.

La prochaine réunion se tiendra à Bruxelles en mai 1988.

CHAPITRE VIII

Fonctionnement de la Commission des opérations de bourse

Au cours de l'année 1987, la Commission des opérations de bourse a renforcé son action de protection de l'épargne, de contrôle de l'information des investisseurs, de surveillance du bon fonctionnement des marchés financiers et a contribué à la modernisation de la Place financière de Paris.

I. — L'action de la Commission des opérations de bourse

A. — PLAINTES ET ENQUÊTES

La Commission des opérations de bourse a reçu au cours de l'année plus de 1 800 plaintes d'épargnants. Ces plaintes étaient relatives tant à l'exécution d'opérations de bourse qu'aux conditions du déroulement d'opérations financières de sociétés.

La Commission a permis par son intervention un règlement à l'amiable d'un grand nombre d'affaires dont elle était saisie.

Le développement de l'activité de surveillance des marchés a été poursuivi en 1987 : la Commission a entrepris 97 enquêtes contre 69 en 1986 et 33 en 1985.

A l'occasion des privatisations, elle a organisé avec le concours de la Banque de France un dispositif de contrôle des opérations les plus importantes : Paribas, C.C.F., C.G.E., Havas, TF1, Société Générale et Suez.

La Commission a été amenée à transmettre au Parquet les faits et données recueillis lors de ses enquêtes lorsque :

— les opérations concernées lui semblaient susceptibles de constituer des délits d'initiés : cas de la société Chargeurs S.A. (juin 1987) et de la société Calciphos (novembre 1987) ;

— des franchissements de seuil n'étaient pas déclarés, société Bouygues dans la société Spie Batignolles (avril 1987) et société S.L.E.I.-R.E.P. (août 1987) ;

— les activités de remisier lui paraissaient présenter des irrégularités : affaire G (avril 1987) ;

— enfin pour des appels publics à l'épargne irréguliers dans les affaires Kalamazoo, fonds gérés par Inter Fonds Gestion et Inter Investissement Nord Est et Herrikoa.

B. — INFORMATION DU PUBLIC

Afin de remplir sa mission d'information, la Commission a estimé nécessaire de porter à la connaissance du public les observations qu'elle a été amenée à faire à certaines sociétés ainsi que des précisions sur les règles applicables.

A l'occasion de la privatisation de la société Saint-Gobain, la Commission des opérations de bourse a rappelé que rien ne s'opposait à la transmission des ordres de vente d'action de la Compagnie préalablement à leur livraison par des donneurs d'ordre de catégorie A assurés d'obtenir un minimum de 10 titres (communiqués des 5 et 20 janvier 1987). Elle a par ailleurs défini les modalités de commercialisation des biens divers (communiqué du 16 janvier 1987).

Afin d'annoncer la création d'un groupe de travail pour la déontologie du marché financier, la Commission des opérations de bourse a publié un communiqué le 16 janvier 1987.

La parution du règlement de la COB 87-01 relatif à l'admission des valeurs mobilières à la cote officielle des bourses de valeurs a été annoncée par un communiqué du 4 mars 1987.

La Commission a signalé la transmission au Parquet des résultats d'une enquête sur le franchissement de seuil par la société Bouygues dans la société Spie batignolles (communiqué du 26 mars 1987).

Par un communiqué du 30 mars 1987, la COB a rappelé l'obligation pour les sociétés de la publication au *B.A.L.O.* de leurs projets de comptes annuels ainsi que la nécessité de la publication par les sociétés établissant des comptes consolidés du chiffre d'affaires trimestriel consolidé.

La réunion à Montréal du Comité exécutif de l'organisation internationale des Commissions de valeurs (O.I.C.V.) a été annoncée par un communiqué du 21 mai 1987. Par ailleurs les résultats de la première réunion du Comité Technique de l'O.I.C.V. ont été exposés par un communiqué ultérieur du 30 juillet 1987.

La modification de l'instruction de la COB relative au second marché et portant sur les emprunts obligataires des dites sociétés a été annoncée par un communiqué du 25 juin 1987.

A la suite de l'adoption de la loi n° 87-416 du 17 juin 1987 sur l'épargne, la COB a exposé les dispositions régissant le régime des déclarations de prise de participation par un communiqué du 26 juin 1987.

L'adoption à titre expérimental d'une procédure de visa rapide des notes d'information ainsi que ses modalités ont donné lieu à un communiqué du 4 août 1987.

Par son communiqué du 10 septembre 1987 et par un communiqué complémentaire du 26 octobre 1987, la COB a rappelé les modalités de publications des informations diffusées par les entreprises émettrices de billets de trésorerie.

L'offre publique d'échange de la société C.E.G.I.D. sur C.C.M.C. a donné lieu à plusieurs communiqués des 3 et 4 novembre 1987.

La COB a publié le 18 novembre 1987 un communiqué relatif aux informations délivrées par le groupe Casino au sujet de sa filiale Cedis.

Elle a annoncé par un communiqué du 18 décembre 1987 la parution d'une instruction relative au plan d'épargne retraite.

Enfin la COB a rappelé les règles relatives à la sincérité des comptes des entreprises, notamment celles concernant l'évaluation des titres détenus (communiqué du 28 décembre 1987).

Ces interventions publiques de la Commission témoignent de son souci constant de mieux expliquer les règles financières et d'accroître la qualité des informations transmises.

C. — ÉLABORATION DES RÈGLES DU MARCHÉ

En 1987, la COB a activement participé à l'évolution des nouvelles règles de fonctionnement du marché :

— par le règlement COB n° 87-01 du 20 janvier 1987 pris en vertu de l'article 4-1 de l'ordonnance de 1967 et relatif à l'admission à la cote officielle des valeurs mobilières. Ce règlement a été homologué par arrêté du ministre de l'Économie, des Finances et de la Privatisation ;

— par le règlement n° 87-02 du 31 mars 1987 relatif aux prospectus établis par les émetteurs de billets de trésorerie à plus de deux ans ;

— par le règlement n° 87-03 du 31 mars 1987 relatif à l'établissement et à la diffusion d'une note d'information concernant le marché d'options négociables.

La COB a publié des instructions définissant les règles d'application pratique de textes généraux : les instructions du 2 février 1987 et du 31 juillet 1987 précisant la procédure de visa rapide des notes d'informations, l'instruction de septembre 1987 expliquant la modification du régime des redevances perçues par la Commission, la mise à jour de l'instruction du 30 juillet 1985 relative aux Sicav et F.C.P. réalisée par une instruction de novembre 1987, les modifications introduites en novembre 1987 à l'instruction générale relative au second marché, enfin l'instruction relative au plan d'épargne en vue de la retraite (décembre 1987).

Les recommandations et avis ont permis à la COB de préciser sa doctrine : elle a ainsi recommandé aux éditeurs de presse de respecter des règles de diffusion d'informations boursières par Minitel (recommandation 87-01), elle a rappelé la nécessité d'une publication rapide des comptes annuels consolidés (recommandation 87-02) et attiré l'attention du public et des professionnels sur l'établissement des tarifs des frais supportés par les détenteurs de valeurs mobilières. Elle a par un article d'avril 1987 défini sa doctrine au sujet des nouveaux titres.

La Commission a apporté également une contribution importante à la préparation des lois modifiant le fonctionnement des marchés français :

— loi du 31 décembre 1987 relative à l'unification des marchés à terme ;

— loi du 22 janvier 1988 relative à l'organisation des bourses de valeurs.

Ces textes législatifs ont accru ses responsabilités, ses pouvoirs d'enquête et permis la modernisation des marchés français dans un cadre satisfaisant de protection de l'épargne.

II. — L'adaptation des moyens de la Commission des opérations de bourse

Afin de pouvoir répondre aux exigences nées de la transformation des marchés financiers et de ses responsabilités, la Commission a renforcé ses moyens.

A. — MOYENS EN PERSONNEL

La modernisation des marchés, l'accroissement de ses pouvoirs d'enquêtes, le transfert à la Commission des attributions antérieurement exercées par la Commission des opérations à terme sur marchandises (C.O.M.T.) ont nécessité et nécessiteront encore le renforcement du personnel de la Commission.

C'est ainsi que ses effectifs sont passés de 105 agents au 31 décembre 1986 à 135 au 31 décembre 1987.

Parallèlement, la COB a de nouveau fait appel au concours d'enquêteurs de la Banque de France pour participer au contrôle des opérations de privatisation.

La Commission étudie actuellement la possibilité de recourir à des procédures informatiques pour faciliter le travail de ses enquêteurs sans diminuer la fiabilité des vérifications.

B. — MOYENS INFORMATIQUES

La Commission a appliqué en 1987 les conclusions d'un schéma directeur informatique qui a recueilli l'aval de la Commission du développement de l'informatique et de la bureautique du ministère de l'Économie, des Finances et de la Privatisation.

La mise en place effective de l'organisation informatique interviendra dans le courant du deuxième semestre de 1988. Des travaux importants d'analyse fonctionnelle ont déjà été engagés en 1987.

La Commission étudie le recours à des procédures informatiques permettant de déceler en temps réel les variations anormales des valeurs du marché.

L'informatisation sera poursuivie et amplifiée au cours de l'année 1988 qui verra la constitution de plusieurs banques de données dont certaines qui sont déjà accessibles aux professionnels et deviendront accessibles au public en particulier, celle sur les OPCVM.

C. — MOYENS FINANCIERS

L'accroissement des dépenses de personnel, le coût de l'informatisation de la Commission ainsi que la charge représentée par le contrôle des opérations de privatisation et des offres publiques ont amené la Commission à solliciter une augmentation de ses ressources propres (budget, cf. annexe III).

Le décret n° 87-799 du 30 septembre 1987 a étendu le champ d'application de la redevance sur les émissions de valeurs mobilières aux offres publiques d'achat, d'échange ou de vente, qui en étaient jusqu'alors exclues, en même temps qu'il a porté le taux de cette redevance de 0,15 pour mille à 0,20 pour mille. En revanche, le taux de la redevance à 0,015 pour mille sur l'actif net des OPCVM est resté inchangé.

III. — La journée d'étude du 20^e anniversaire de la Commission des opérations de bourse

A l'occasion du 20^e anniversaire de sa création, la Commission a tenu le 2 février 1988 une journée d'étude consacrée aux nouvelles règles de protection de l'épargne. Cette journée a permis d'exposer les nouvelles dispositions relatives aux bourses de valeurs, de préciser leur portée et les perspectives d'évolution. Ayant réuni un millier de personnes, elle a permis de confronter les points de vue des professionnels de la bourse, des émetteurs, des analystes financiers, des commissaires aux comptes ainsi que celui des associations d'épargnants ou d'actionnaires et celui de la presse financière, en traitant les trois thèmes suivants : les nouvelles règles du marché et la déontologie des professionnels, la modernisation de l'information financière et les droits des actionnaires.

ANNEXES

	Pages
I. — Composition de la Commission des opérations de bourse	273
II. — Organisation des services	275
III. — Budget COB 1987	281
Le marché financier	
IV. — Les émissions de valeurs mobilières en 1987 et leur contribution au financement de l'économie	283
V. — La bourse en 1987	313
VI. — Les opérations financières intéressant les sociétés cotées	325
VII. — La cote officielle et la cote du second marché	345
Contrôle de l'information	
VIII. — Les visas et dispenses de notes d'information	367
IX. — Le contrôle de l'information périodique	371
X. — Le contenu des rapports annuels	375
Les organismes de gestion collective de valeurs mobilières	
XI. — L'évolution des sociétés d'investissement à capital variable en 1987.	377
XII. — Les fonds communs de placement à vocation générale	403
XIII. — Les fonds communs de placement à risques	429
XIV. — Liste des Sicav	433
Les placements autres qu'en valeurs mobilières	
XV. — Les placements en biens divers	463
XVI. — Les sociétés civiles de placements immobiliers (S.C.P.I.) et les groupements fonciers agricoles (G.F.A.)	467
Autres annexes	
XVII. — État au 29 février 1988 des affaires transmises au parquet en vue de poursuites pénales par la Commission des opérations de bourse.	469
XVIII. — La Commission des opérations de bourse et le public. Statistiques des correspondances reçues par le service juridique	471
XIX. — Le centre de documentation et d'information du public	473
XX. — Liste des publications de la Commission des opérations de bourse en 1987. Table des matières du Bulletin mensuel	475

ANNEXE I

Composition de la Commission (1)

Président

M. Yves Le Portz, président honoraire de la Banque Européenne d'Investissement.
Inspecteur général honoraire des Finances.

Membres

M. Pierre Balley, directeur honoraire de la Banque Nationale de Paris (jusqu'au 31 décembre 1987).

M. Gilles Brac de La Perrière, président directeur général de la banque Pallas-France.

Premier mandat du 29 février 1988 au 10 mai 1991.

M. Xavier Dupont, président du Conseil des bourses de valeurs.

Premier mandat du 1^{er} janvier 1985 au 31 décembre 1988.

M. Jacques Bonnet de La Tour, conseiller auprès de la Direction générale de la société Elf-Aquitaine.

Premier mandat du 15 février 1986 au 31 décembre 1988.

M. Pierre Bézard, conseiller à la Cour de Cassation.

Second mandat du 11 mai 1987 au 10 mai 1991.

Commissaire du Gouvernement

M. Philippe Jaffre, directeur adjoint au Ministère de l'Économie, des Finances et de la Privatisation (Direction du Trésor).

(1) Le Collège a tenu vingt-huit séances en 1987.

Suppléants

M. Gérard Pfauwadel, sous-directeur au Ministère de l'Économie, des Finances et de la Privatisation (Direction du Trésor).

M. Paul-Marie Chavanne, chef de bureau au Ministère de l'Économie, des Finances et de la Privatisation (Direction du Trésor).

ANNEXE II

Organisation des services

Secrétaire Général

M. Patrick Mordacq, *administrateur civil*.

Chargés de Mission auprès du Président et du Secrétaire Général

M. Pierre Fleuriot, *inspecteur des finances*.

M. Philippe Wahl, *maître des requêtes au Conseil d'État*.

Service de l'Administration Générale et de l'Organisation

Service chargé de la préparation du budget et de la gestion administrative et financière de l'établissement. Le chef du service assure le secrétariat du Collège.

M. Jean Seguin, *administrateur civil, chef du service* jusqu'au 7 avril 1987.

M. Mériadec Rivière, *administrateur civil, chef du service* depuis le 8 avril 1987.

M. Gilbert Baffreau, *receveur percepteur des finances, adjoint au chef de service et agent comptable de la Commission* jusqu'au 17 mars 1987.

M. Roger Merlot, *inspecteur central du Trésor, adjoint au chef du service et agent comptable de la Commission* depuis le 18 mars 1987.

M. Gilles Guyot-Gambart, *budget, gestion du matériel et du mobilier, services généraux*.

M. Georges Bontemps, *gestion du personnel et formation professionnelle*.

M. Christian Mis, *informatique*.

M. Michel Camilleri.

Mme Geneviève Mouche, *études*.

Service de l'Inspection

Relations avec la Bourse : réglementation boursière, surveillance du marché, enquêtes, contrôle des règles de conduite professionnelle.

M. Daniel Loyer, *inspecteur général de la Banque de France, chef du service* jusqu'au 14 avril 1988.

M. Jean-Pierre Michau, *premier juge d'instruction auprès du Tribunal de Grande Instance de Paris, chef du service* à partir du 15 avril 1988.

M. Marc Turquet, *adjoint au chef du service.*

M. Jean-Luc Delahaye, *magistrat, adjoint au chef du service* jusqu'au 11 mars 1988.

M. Jean-Louis Landais, *inspecteur de la Banque de France, adjoint au chef du service* à partir du 12 mars 1988.

M. Roland Fages, *conseiller technique en matière boursière et enquêtes.*

Enquêtes :

M. Christian Durand.

M. George Peiffer.

M. François Casassa.

M. Philippe Le Breton.

Mlle Agnès Chapelain.

Mlle Véronique Demoly.

Mlle Sabine Derangère.

M. Jean-Claude Angot.

Mlle Anne Mongauze.

M. Philippe Seys.

Mlle Sophie Chazalette.

Mme Florence Delabie.

Surveillance du marché :

Mlle Françoise Gatouillat,

Mlle Murielle Roy.

Service de l'Information

Surveillance et promotion de l'information publiée par les émetteurs faisant publiquement appel à l'épargne.

M. Pierre Lenfant, *inspecteur de la Banque de France, chef du service.*

Mme Marie-Josèphe Vanel, *adjoint au chef du service.*

M. Louis Montoussé du Lyon, *chargé de missions particulières.*

Introductions à la cote officielle et à la cote du second marché :

M. Jacques Paultre de Lamotte, *administrateur civil.*

M. Thibault Mourgues,

M. Éric Levasseur.

Sociétés inscrites à la cote officielle — Émetteurs de billets de trésorerie :
M. Jean-Louis Lantenois,
M. Pascal Cladière.

Sociétés inscrites à la cote officielle — Émetteurs non cotés faisant publiquement appel à l'épargne (autres que les établissements de crédit) :

M. Olivier Gindre,
Mlle Ève Carpentier,
Mlle Isabelle Kyberd,
M. Stéphane Baller.

Établissements publics — Collectivités locales — Établissements de crédit du secteur public — Sociétés étrangères — Opérations financières complexes :

M. Antoine Lissowski, *Administrateur civil*.
M. Daniel Besnier.

Service des Placements

Contrôle de l'information et de l'activité des organismes de placements collectifs (SICAV et fonds communs de placement) et des S.C.P.I. ; contrôle de l'information concernant les placements divers visés par la loi n° 83-1 du 3 janvier 1983 ; participation et actionnariat des salariés ; démarchage financier.

M. François Veverka, *administrateur civil, chef du service*.
M. Daniel Besson, *administrateur civil, adjoint au chef du service*.
Mme Huguette Moulin, *attaché principal d'administration, adjoint au chef du service*.

Organisation informatique du service :

M. Jacques Grimault.

S.C.P.I. :

M. Michel Labutte.

SICAV — Fonds communs de placements :

Mme Nicole Fos.

Enquêtes et contrôles :

Mme Danièle Fromaget,
Mlle Anne-Lise Dessal.

Service Juridique

Tous problèmes afférents à l'épargne investie en valeurs mobilières ou à tous autres placements donnant lieu à appel public à l'épargne ; réponses aux questions juridiques des émetteurs ; instruction des plaintes adressées à la Commission ; relations avec les autorités judiciaires.

M. André Dupont-Jubien, *premier substitut du procureur de la République, magistrat près le Tribunal de Grande Instance de Paris, chef du service jusqu'au 1^{er} mai 1987*.

Mme Marie-Charlotte Piniot, *substitut du procureur général près la Cour d'appel de Versailles, chef du service* depuis le 1^{er} mai 1987.

M. Jean-Marc Bardy, *substitut du procureur de la République à Paris, adjoint au chef du service.*

Mme Marie-Noëlle Dompe, *premier substitut du procureur de la République à Rouen, adjoint au chef du service.*

Mme Krystyna Bachelet.

M. Thierry Jouanique.

Mlle Béatrice Labboz.

Mlle Françoise Bourzeix.

Mlle Isabelle Fuzellier.

Mlle Véronique Latge.

Service des Affaires Comptables

Réglementation comptable, enquêtes sur les comptes des sociétés, rapports avec les commissaires aux comptes, questions fiscales.

M. Bertrand d'Illiers, *chef du service.*

M. Pierre Chaput, *adjoint au chef du service.*

Mme Françoise Constant.

M. Jean-Philippe Trésarrieu.

Mlle Agnès Borrelly.

Service du Développement des Marchés et des Études Générales

Examen des projets de réformes du marché français ; instruction des projets de règlements de marché ; participation à l'élaboration de nouvelles règles ; déontologie des professions financières.

Analyses comparatives du fonctionnement des marchés financiers dans le monde ; études générales d'ordre économique, fiscal et financier sur les moyens de développer le marché des valeurs mobilières en France et d'améliorer le fonctionnement de la Bourse.

M. Pierre Fleuriot, *inspecteur des finances, chef du service.*

M. Eugène Julien, *administrateur civil.*

M. Jean-Louis Bancel, *administrateur civil.*

M. Didier Davydoff.

Mlle Brigitte Letellier.

Service des Relations Extérieures

Relations avec les organismes et correspondants étrangers ; relations avec la presse ; manifestations extérieures ; édition du rapport annuel, du bulletin mensuel et autres publications ; organisation et fonctionnement du centre de documentation et d'information du public.

Mme Marie-Claude Robert, *chef du service*.

Mlle Brigitte Letellier, *adjoint au chef du service*.

Affaires internationales :

Mlle Sylvie Maze.

Presse, édition, manifestations extérieures :

Mme Anne-Marie Lasry-Kagan.

Mlle Monique Stroumtsà.

Centre de documentation et d'information du public

Rattaché au chef du service des relations extérieures, ce centre est ouvert au public. Il accueille sur rendez-vous (tél. : 45 78 41 90 et 43 96) les personnes qui souhaitent consulter les publications faites par les sociétés ainsi que des dossiers généraux relatifs au marché financier et à la Bourse, en France et à l'étranger.

Mme Michèle Dulmet, *responsable du centre*.

Mlle Marie-Pierre Dubech.

Mlle Isabelle Rochat.

Mme Micheline Jasinski.

Agence Comptable

Chargée de la comptabilité générale, du paiement des dépenses et du recouvrement des recettes.

M. Gilbert Baffreau, *receveur-percepteur des finances, agent comptable jusqu'au 17 mars 1987*.

M. Roger Merlot, *inspecteur du Trésor, agent comptable depuis le 18 mars 1987*.

Délégations régionales

La Commission des opérations de bourse a mis en place dans le ressort de chacune des bourses régionales, une délégation qui est chargée d'une mission de liaison, d'information et de représentation concernant les sociétés implantées dans la région.

Délégation de Lyon :

- M. Marcel Barthe, *directeur régional de la Banque de France.*
- M. Jacques Aillet, *directeur adjoint de la Banque de France, jusqu'au 19 octobre 1987.*
- M. Jacques Proutat, *directeur adjoint de la Banque de France, à partir du 19 octobre 1987.*

Délégation de Nancy :

- M. Jean Roman, *directeur de la Banque de France.*
- M. Bernard Charles, *adjoint de direction de la Banque de France.*

Délégation de Lille :

- M. Jacques Henriët, *directeur régional de la Banque de France.*
- M. Jean-Michel Lambert, *adjoint de direction de la Banque de France.*

Délégation de Bordeaux :

- M. Jacques Goutier, *directeur régional de la Banque de France.*
- M. Alain Latappy, *adjoint de direction de la Banque de France.*

Délégation de Marseille :

- M. Jean Rinaudo, *directeur régional de la Banque de France.*
- M. Jean-Claude Casal Dit Esteban, *adjoint de direction de la Banque de France.*

Délégation de Nantes :

- M. Joseph Pichot de la Marandais, *directeur régional de la Banque de France.*
- M. Henri Roulleau, *adjoint de direction de la Banque de France.*

ANNEXE III

Budget C.O.B.

Tableau 1. — Section de fonctionnement.

Tableau 2. — Opérations en capital.

COMMISSION DES OPÉRATIONS
DE BOURSE

EXÉCUTION DU BUDGET 1987

TABLEAU 1. — *Section de fonctionnement*

DÉPENSES		RECETTES	
— Frais de personnel (1)	28 914 999	— Produit des redevances	62 408 256
— Autres frais de fonctionnement	30 045 935	— Recettes diverses (abonnements au bulletin, vente de publications, produits financiers, etc)	1 126 742
A) Total des dépenses	58 960 934	B) Total des recettes	63 534 998
Excédent de la section de fonctionnement (B-A) : 4 574 064 (transféré au compte RÉSERVES après approbation par le Collège)			

TABLEAU 2. — *Opérations en capital*

DÉPENSES		RECETTES	
— Dépenses informatiques	2 446 752	— Produits des amortissements	380 895
— Autres dépenses	1 324 345	— Recettes diverses	233 347
		C) Excédent de la section de fonctionnement ayant financé des opérations en capital ..	3 156 855
	3 771 097		3 771 097
Augmentation nette du fonds de roulement 1987 (B-A-C) : 1 417 209 Montant du fonds de roulement à la clôture de l'exercice 1987 : 31 510 921			

(1) L'effectif budgétaire était au 31 décembre 1987 de 135 agents.

ANNEXE IV

Les émissions de valeurs mobilières en 1987 et leur contribution au financement de l'économie

I. — LA CONTRIBUTION DES ÉMISSIONS DE VALEURS MOBILIÈRES AU FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE

En 1987, les émissions brutes de valeurs mobilières se sont élevées à 452,3 milliards de francs, ce qui représente une baisse de 7,5 % sur le montant atteint l'année précédente (488,9 milliards de francs). Une diminution du volume des émissions de valeurs mobilières, qui intervient dans le cas présent après cinq années consécutives de progression, ne s'était déjà produite sur les vingt dernières années qu'en 1968, 1976 et 1981.

La régression des émissions intervenue en 1987 est due uniquement à celle des émissions d'obligations et de titres participatifs (- 16 %) qui ne constituent plus que les deux tiers des émissions totales contre les quatre cinquièmes au début des années 80. En revanche, l'ensemble des émissions d'actions a progressé de 14,2 %.

Les amortissements sur emprunts antérieurement émis ayant fortement augmenté en passant de 75,9 à 91,8 milliards de francs (+ 20,9 %), les émissions nettes, compte tenu également des déductions opérées sur les émissions d'actions (cf. tableau II), ont connu une diminution supérieure à celle des émissions brutes (- 11,4 %) ; elles n'ont ainsi atteint que 357,6 milliards de francs contre 403,7 en 1986, et seulement 327,5 milliards si l'on ajoute aux amortissements contractuels les rachats de titres d'État effectués en bourse par la Caisse d'amortissement de la dette publique (cf. ci-après p. 287).

Les ratios présentés dans le tableau ci-après tentent de mesurer, en rapportant les émissions nettes de valeurs mobilières à quelques données macro-économiques telles que le produit intérieur brut (P.I.B.) ou la formation brute de capital fixe (F.B.C.F.), la place occupée par le marché financier dans l'économie et plus spécifiquement le concours qu'il apporte au financement des investissements. Leur progression, continue depuis les années 1978-1980, s'est interrompue en 1987 en ce qui concerne les ratios prenant en compte l'ensemble des émissions, en raison de la baisse de ces dernières. En revanche la progression du ratio qui résulte du rapport des émissions des seules entreprises à leur F.C.F.B. s'est poursuivie dans la mesure où, comme il le sera précisé plus loin, la baisse des émissions provient essentiellement de celle des emprunts d'État.

	1976	1980	1983	1984	1985	1986
<u>Émissions nettes totales</u> P.I.B.	2,5	4,1	5,6	7,1	8,2	6,7
<u>Émissions nettes totales</u> F.B.C.F.	10,7	18,8	29,8	38,4	44,3	35,6
<u>Émissions nettes des entreprises (1)</u> F.B.C.F. des entreprises (2)	21	27,1	36,2	51	55,5	57,9

(1) Émissions nettes totales moins les émissions nettes de l'État et des collectivités locales.
(2) F.B.C.F. totale moins la F.B.C.F. des administrations, des ménages et des entrepreneurs individuels.
N. B. : Dans tous les cas, les émissions nettes sont présentées après déduction des opérations effectuées par des émetteurs étrangers. Les données macro-économiques (F.B.C.F. et P.I.B.) sont extraites des comptes prévisionnels de la Nation pour 1987 annexés au projet de loi de finances pour 1988.

Les souscriptions nettes des ménages aux émissions de valeurs mobilières peuvent être estimées à environ 60 milliards de francs se décomposant ainsi :

— 37 milliards de souscriptions nettes aux émissions d'obligations si l'on suppose que la part souscrite directement par les particuliers en 1987 a été identique à celle qui ressortait de l'analyse effectuée par le Crédit Lyonnais sur l'origine des souscriptions aux emprunts obligataires au 1^{er} semestre 1987 ; cette part était de 18,1 %, celle des personnes morales s'élevant par conséquent à 81,9 % (dont 37,3 % pour les SICAV et F.C.P., 12,8 % pour les compagnies d'assurances, 6,4 % pour les caisses de retraite et 0,9 % pour l'étranger) ;

— 20 à 25 milliards de souscriptions nettes aux émissions d'actions si l'on considère que les particuliers ont pu souscrire 25 à 30 % des émissions d'actions effectuées par appel public à l'épargne (1) et 5 à 10 % de celles réalisées sans appel public.

Pour évaluer le montant total des placements en valeurs mobilières des ménages, il convient d'ajouter à leurs souscriptions aux émissions les éléments suivants :

— leurs souscriptions nettes aux SICAV et F.C.P. : elles ont vraisemblablement été inférieures à 100 milliards de francs compte tenu de la part importante revenant aux organismes court terme dans l'ensemble des souscriptions nettes du public aux SICAV et F.C.P. (135,7 milliards de francs sur 164,3) ;

— leurs souscriptions d'actions de sociétés privatisées, lors des offres publiques de vente, qui ont atteint 32,9 milliards de francs (la valeur totale des titres cédés en France par O.P.V., en 1987, ayant été de 35 milliards de francs et de 38,8 si l'on inclut les actions souscrites par les salariés (1) ;

— leurs achats nets (ou ventes nettes) sur le marché secondaire des actions et des obligations, qui ne peuvent faire l'objet d'aucune estimation.

(1) Compte non tenu des augmentations de capital (7,4 milliards de francs), effectuées par des sociétés privatisées juste avant l'O.P.V., les actions émises étant ensuite elles-mêmes proposées au public lors de l'O.P.V..

(2) On rappelle que la valeur totale des titres cédés lors des privatisations (au noyau dur, à l'étranger, aux salariés, au public par O.P.V.) s'est élevée à 70,5 milliards de francs pour les 10 sociétés dont la privatisation en 1987 a donné lieu à O.P.V., et à 72,5 milliards si l'on tient compte des deux entreprises (C.G.C.T. et I.D.I.) dont la privatisation n'a fait l'objet que d'une vente de gré à gré.

II. — STRUCTURE ET RÉPARTITION PAR TAILLE DES ÉMISSIONS DE VALEURS MOBILIÈRES

A. — Les émissions d'actions et de certificats d'investissement (1) (cf. tableaux I à III)

En s'élevant à 156,9 milliards de francs, les émissions d'actions et de certificats d'investissement ont progressé de 14,2 % par rapport au niveau qui était le leur en 1986. Cette augmentation résulte de celle des émissions faites sans appel public à l'épargne passées de 74,9 à 100,2 milliards de francs (+ 33,8 %) alors que les émissions par appel public à l'épargne ont connu une légère réduction (- 9,9 %) en n'atteignant plus que 56,6 milliards de francs contre 62,8, après avoir, il est vrai, presque triplé en 1986 par rapport à 1985.

Comme les années précédentes, les sociétés ayant procédé à des augmentations de capital en 1987 bénéficiaient du régime fiscal de déductibilité des dividendes alloués aux actions créées lors d'augmentations de capital en numéraire.

1) Les émissions d'actions et de certificats d'investissement par appel public à l'épargne

Elles ont constitué 36 % des émissions d'actions contre 45 % l'an dernier et se sont élevées à 56,6 milliards de francs qui se répartissent ainsi :

Augmentations de capital	Montant en milliards de francs	Nombre d'opérations
• Contre espèces, classiques	52	152
- Par émission d'actions	(48,6)	(145)
- Par émission de certificats d'investissements	(3,4)	(7)
• Résultant du paiement du dividende en actions	1,6	
• Résultant de l'exercice de bons de souscription	3	

On notera le poids croissant des augmentations de capital résultant de l'exercice de bons de souscription d'actions puisque leur montant n'avait pas excédé, les années précédentes, quelques dizaines ou centaines de millions de francs. Le nombre d'émissions d'actions à bons de souscription d'actions est également en progression : 10 contre 3 en 1986.

Enfin une proportion non négligeable des émissions (7,3 milliards sur 52 soit 13,8 %) a fait l'objet d'un placement international spécifique.

(1) Comme dans les précédents rapports, seules sont prises en compte les émissions en numéraire correspondant à des opérations effectivement intervenues au cours de l'année; les montants comptabilisés (nominal + primes d'émission) excluent par conséquent les émissions annoncées mais non encore réalisées au 31 décembre de l'année étudiée; ils incluent en revanche les fonds versés au titre d'augmentations de capital partiellement libérées les années antérieures.

Parmi les facteurs expliquant la légère diminution des émissions par appel public à l'épargne par rapport à 1986 (- 9,9 %), on peut mentionner :

— l'importance exceptionnelle qu'avaient revêtu en 1986 les émissions de certificats d'investissement effectuées par des sociétés nationalisées (18 milliards de francs contre seulement 2,5 en 1987) et qui était liée en grande partie à la perspective de privatisation de ces sociétés ;

— la crise boursière d'octobre 1987 qui a entraîné l'annulation ou le report de certaines augmentations de capital qui avaient déjà débuté ou étaient prévues pour le dernier trimestre de l'année.

a) Les émissions de sociétés inscrites à la cote officielle.

Ces sociétés ont recueilli au total 37,3 milliards de francs, soit 66 % des émissions par appel public à l'épargne, provenant :

— pour 30,1 milliards de francs, des augmentations de capital lancées sur le marché (68 sociétés) ;

— pour 1,3 milliard de francs, du paiement du dividende en actions (38 sociétés) ;

— pour 2,7 milliards de francs, de l'exercice de bons de souscription d'actions (52 sociétés) ;

— pour 3,2 milliards de francs, des émissions de certificats d'investissement (4 sociétés).

• Les émissions d'actions.

En atteignant 34,1 milliards de francs, elles ont très légèrement dépassé le niveau de l'an dernier (+ 2,4 %).

Dix sociétés ont réalisé des opérations supérieures à un milliard de francs et collecté ainsi 18,5 milliards de francs. Ce sont donc 15 % des sociétés ayant procédé à une augmentation de capital lancée directement sur le marché qui se sont partagé 65 % du total des sommes recueillies sous cette forme.

Il s'agit, par ordre décroissant du montant de leur émission, des sociétés suivantes :

	Montant en milliards de francs	Dont montant placé à l'étranger
Financière de Paribas.....	4 605	1 880
Peugeot.....	2 675	1 092
Cerus.....	3 160	
	(en deux opérations)	688
O.P.F.I. Paribas.....	2 062	
B.S.N.	1 581	
Eurafrance	1 160	
Holding économique et financière.....	1 146	
Financière Gaz et Eaux	1 125	
Beghin Say.....	1 023	
Machincs Bull.....	1 021	
Total	19 558	

On notera que trois de ces opérations (Financière de Paribas, Peugeot et Cerus) ont fait, pour partie, l'objet d'un placement international ; une quatrième, réalisée par Sanofi a été intégralement souscrite par l'étranger ; au total, la part des augmentations de capital de sociétés inscrites à la cote officielle placée à l'étranger s'est élevée à 4,3 milliards de francs.

Six sociétés (Financière de Paribas, Peugeot, Mors, S.D.R. du Sud-Est, Aurea et Pierre synthétique Baïkowski) ont assorti la souscription de chaque action émise de l'attribution d'un bon de souscription à une nouvelle action à un prix fixé à l'avance. Une société (Promodès) a procédé à l'émission de bons indépendants à titre onéreux et une autre Valéo à titre gratuit. Aucune émission d'actions à dividende prioritaire n'a eu lieu en 1987.

Les augmentations de capital qui, tout en étant effectuées par appel public à l'épargne, n'ont pas été, dans les faits, proposées au public soit parce qu'elles concernaient des sociétés dans le capital desquelles le public n'a plus qu'une part extrêmement limitée (Compagnie des Machines Bull par exemple) soit parce qu'elles correspondaient à des opérations d'apurement de pertes et étaient réalisées à un prix d'émission supérieur au cours de bourse se sont élevées au total à moins de 3 milliards de francs.

• *Les émissions de certificats d'investissement.*

Quatre émissions ont eu lieu ; l'une de 2,5 milliards de francs, sur un total de 3,2 milliards de francs, a été effectuée par une société nationalisée (Rhône Poulenc) qui a placé une fraction de l'émission (470 millions de francs) sur le marché américain ; les trois autres ont été réalisées par des sociétés privées dont l'une d'elles (Financière de Paribas) venait d'être privatisée. L'émission de cette dernière société était assortie d'un privilège, ce qui était également le cas des émissions de Rhône Poulenc et de Beghin Say, ainsi que de bons de souscription à d'autres certificats.

b) Les émissions de sociétés inscrites à la cote du second marché.

Ces sociétés ont accru leurs fonds propres par appel public à l'épargne de 5,5 milliards de francs : 4,9 milliards de francs (37 sociétés) par émission d'actions sur le marché, soit le double de l'année précédente, 0,3 milliard de francs par augmentations de capital résultant du paiement du dividende en actions (16 sociétés), également 0,3 milliard provenant de l'exercice de bons de souscription (16 sociétés) et enfin 0,2 milliard par émission de certificats d'investissement (3 sociétés).

Les émissions de deux sociétés (Asystel et Dynaction) ont fait l'objet d'un placement partiel à l'étranger, pour un montant total de 146 millions de francs.

c) Les émissions de sociétés négociées sur le marché hors cote ou non cotées.

Seize sociétés dont les actions font l'objet de négociations sur le marché hors cote ont procédé à des émissions d'actions pour un montant de 1,1 milliard de francs, l'une d'entre elles étant assortie de bons de souscription d'actions. Une dix-septième société a émis des bons de souscription d'actions à titre onéreux.

En ce qui concerne les sociétés non cotées, 26 opérations ont eu lieu pour une valeur totale de 12,5 milliards de francs. Trois d'entre elles ont été réalisées dans le cadre des opérations de privatisation, dans les jours qui précédaient l'offre publique de vente (O.P.V.) et l'admission à la cote officielle de ces sociétés. Sur les 7,4 milliards de francs ainsi rassemblés, 2,3 ont été offerts à la souscription hors de France (Compagnie générale d'Électricité), tandis que les actions nouvellement émises et correspondant aux 5,1 milliards restants (C.G.E., Sogenal et Suez) étaient par la suite proposées au public en France au moment de l'O.P.V.

Les 23 autres opérations ont rassemblé 5,2 milliards de francs dont 4,6 ont été recueillis par deux sociétés ultérieurement introduites, l'une à la cote officielle (Eurotunnel pour 3,8 milliards de francs), l'autre au second marché (Compagnie industrielle et financière de Presbourg pour 0,8 milliard), 0,2 milliard par neuf SOFICA et 0,4 pour douze autres sociétés, dont trois faisant appel public à l'épargne à l'occasion de leur constitution.

2) Les émissions d'actions réalisées sans appel public à l'épargne (1)

Ces émissions, réalisées par des sociétés de tailles très diverses, ont totalisé 100,3 milliards de francs contre 74,6 en 1985, soit une augmentation de 34,3 %. Leur part dans le total des émissions d'actions s'est accrue, passant de 54 à 64 %, mais reste bien en deçà de celle que l'on observait jusqu'en 1985, avant la forte progression des émissions par appel public à l'épargne, et qui atteignait 75 à 80 % des émissions.

Les principales opérations réalisées ont été les suivantes :

	Montant en millions de F.
Thomson C.S.F. Finance	4 490
Société financière Solmétal (filiale de Sacilor).....	3 175,2
	(en 2 opérations)
Usinor aciers (filiale de Sacilor)	3 746
Vertec (filiale de St Gobain).....	3 000
Unimetal (filiale de Sacilor).....	2 294
Paribas international.....	2 040,7
Elf France.....	1 531
Mondiale immobilière.....	1 500

B. — Les émissions d'obligations (2) (tableaux I, II, IV et V)

Le volume émis sur le marché obligataire en 1987 s'est élevé à 295,4 milliards de francs, à comparer à 351,5 milliards en 1986 et 316,7 en 1985.

Cette diminution, de 16 % par rapport à 1986 et de 6,7 % par rapport à 1985, est due essentiellement aux incertitudes sur l'évolution des taux d'intérêt ou à l'orientation de ces derniers à la hausse qui ont caractérisé l'ensemble de l'année 1987.

La seule exception notable a été celle du mois de mars 1987 qui a connu une forte activité (53,1 milliards émis) dans un contexte de baisse de taux ; l'activité sur le reste de l'année a été généralement médiocre, se situant en moyenne entre 20 et 28 milliards de francs par mois et descendant en dessous de 20 milliards en juillet, août, puis octobre alors que la crise qui touchait l'ensemble des marchés financiers mondiaux entraînait d'importantes fluctuations de taux perturbant le marché primaire : une suspension du calendrier est alors intervenue pour limiter l'offre de titres.

Le taux moyen mensuel de rendement au règlement des émissions garanties par l'État a clôturé en décembre 1987 à 9,94 % venant de 8,72 % en janvier après avoir atteint 10,38 % en septembre.

(1) Ces émissions sont annoncées dans les divers journaux d'annonces légales existant en France dont le dépouillement est assuré par le Crédit lyonnais.

(2) Les montants comptabilisés correspondent au produit brut d'émission (nombre de titres multiplié par le prix d'émission) auquel s'ajoute, lorsque c'est le cas, la partie du coupon couru qui est réglée lors de la souscription.

Étant donné l'évolution incertaine des taux ou les anticipations à la hausse, la proportion des emprunts émis à taux variable ou révisable a été beaucoup plus forte qu'en 1986 : elle a atteint 45,6 % et 51,3 % hors emprunts d'État, contre respectivement 24 % et 38 % l'an dernier.

Les émissions nettes d'obligations quant à elles se sont élevées à 203,5 milliards de francs (— 26,2 %), compte tenu des seuls amortissements contractuels qui ont atteint 91,8 milliards de francs. Si l'on prend en considération les rachats de titres effectués par la Caisse d'amortissement de la Dette Publique (30,1 milliards de francs), en emploi d'une partie du produit des privatisations, qui constituent des amortissements anticipés, elles sont ramenées à 173,4 milliards de francs, c'est-à-dire à un montant équivalent à la somme des intérêts sur obligations versés en 1987 (environ 175 milliards de francs).

On constate donc que la masse des liquidités versées aux investisseurs sous forme d'intérêts ou de remboursements, contractuels ou anticipés, a été supérieure en 1987 au montant brut des émissions obligataires.

Le contexte défavorable dans lequel a évolué le marché obligataire s'est accompagné de transferts en faveur des actions liés aux opérations de privatisation ; les recettes que l'État en a retirées sont d'ailleurs aussi un facteur ayant contribué à la diminution des émissions obligataires puisqu'elles ont limité ses besoins sur le marché, ramenés de 141,3 milliards de francs en 1986 à 81 milliards de francs en 1987.

Des transferts ont également eu lieu au bénéfice des titres du marché monétaire : les SICAV et F.C.P. court terme ont vu leurs souscriptions nettes, qui ont représenté 80 % du total des souscriptions nettes à l'ensemble des SICAV et F.C.P., atteindre 138,1 milliards de francs en 1987 ; leurs actifs se sont accrus de 143 milliards de francs (+ 37,8 %) et les titres du marché monétaire dont la progression dans le portefeuille des SICAV et F.C.P. court terme a atteint 160 %, ont contribué à cet accroissement des actifs pour 92 milliards de francs.

Cette évolution s'est inscrite dans le cadre de la réforme du code de bonne conduite qui a ramené, à compter du 1^{er} mai 1987, de 50 à 40 % la part minimum de l'actif net des organismes de placement collectif en valeurs mobilières court terme qui doit être investie en valeurs mobilières cotées. La demande d'obligations par ces organismes s'en est trouvée naturellement réduite.

Parmi les principales innovations intervenues en 1987 sur le marché obligataire, on retiendra :

- En ce qui concerne la procédure d'adjudication « à la hollandaise » adoptée par l'État en 1986 :

- son utilisation par des émetteurs autres que l'État : le principe en avait été adopté par le Comité des émissions du 15 décembre 1986 ; cette faculté a été utilisée d'abord par la Caisse de refinancement hypothécaire (février 1987), puis par le Crédit foncier de France (mai 1987) et la C.A.E.C.L. — Crédit local de France (juillet 1987) ;

- la publication, par le Trésor, pour la première fois en janvier 1987, d'un calendrier indicatif des émissions des O.A.T. ;

- la possibilité octroyée à partir du mois de février, aux spécialistes en valeurs du Trésor, de présenter des souscriptions aux emprunts d'État non compétitives, servies au prix moyen pondéré de l'adjudication dans la limite de leur taux habituel d'intervention de 20 % ;

- l'établissement, en septembre 1986 par le comité des émissions, d'un corps de règles auxquelles doivent se soumettre les établissements désirant procéder à des adjudications, pour éviter de perturber le fonctionnement du marché. Ce code de bonne conduite vise à standardiser les procédures et à accroître leur transparence ; il interdit notamment l'annulation de la procédure après l'ouverture du premier pli.

• En ce qui concerne l'emploi de nouveaux indices de référence pour le calcul de la rémunération des emprunts à taux variable ou révisable :

— la généralisation du T.M.E. (moyenne arithmétique des douze dernières moyennes mensuelles des taux de rendement en bourse des emprunts d'État à long terme) pour remplacer le T.M.O. (taux de rendement des emprunts garantis par l'État ou assimilés) dont la signification était perturbée par la suppression de la retenue à la source sur les emprunts des secteurs public et privé. Un seul emprunt T.M.E. avait été émis en 1986 ; en 1987, le montant des emprunts T.M.E. et T.R.E. (taux révisable en fonction du T.M.E.), s'est élevé à 41,4 milliards de francs, soit 30,8 % des emprunts à taux variable, tandis que les emprunts référencés sur le T.M.O. n'ont recueilli que 0,4 milliard de francs ;

— l'adoption, dès le mois de janvier 1987, par l'État puis par de nombreux autres émetteurs, d'un nouvel indice pour les emprunts à taux variable référencés sur le marché monétaire : le taux de rendement moyen pondéré des bons du Trésor à treize semaines, à intérêt précompté, tel qu'il est constaté lors des adjudications hebdomadaires (T.M.B.). Ainsi l'État a émis pour la première fois des obligations dont le taux variait en fonction d'un taux à court terme : leur montant a atteint 24,6 milliards de francs, soit 30,4 % de sa collecte totale. Les emprunts T.M.B. et T.R.B. (taux révisable en fonction du T.M.B.), lancés par d'autres émetteurs, ont pour leur part rassemblé 9,7 milliards de francs.

L'utilisation de ces deux indices de référence, T.M.E. et T.M.B. met en évidence la place croissante occupée par les instruments de la dette de l'État sur le marché financier français.

— Le lancement en décembre 1987 de plusieurs emprunts à référence T.I.O.P. (Taux interbancaire offert à Paris en francs français à un ou trois mois, dit aussi P.I.B.O.R. : Paris Interbank Offered rate) ; ce taux à 1 ou 3 mois présente l'avantage d'être moins fébrile que le taux du marché monétaire au jour le jour retenu pour le calcul du T.A.M.

Concernant toujours les emprunts à taux variable, on notera néanmoins le montant important d'emprunts T.A.M. émis au cours de l'année (54,8 milliards de francs soit 40,9 % des emprunts à taux variable) et particulièrement à partir du mois de septembre, alors que les anciens E.N.B.A.M.M. (Établissements non bancaires admis au marché monétaire) se sont trouvés définitivement exclus du marché interbancaire et qu'il leur a fallu trouver d'autres emplois : les placements en actions de SICAV court terme dites « régulières » constituant une bonne possibilité d'arbitrage, de nombreux émetteurs ont choisi d'émettre à taux variable monétaire pour alimenter ces S.I.C.A.V.

• En ce qui concerne le rythme de paiement des intérêts :

— la révision et le paiement trimestriels des intérêts, formule inaugurée par le Crédit Lyonnais en juin 1987 pour un emprunt assis sur le T.M.B. La même technique a été utilisée à deux reprises en décembre pour des emprunts référencés sur le T.I.O.P. à 3 mois ;

— le paiement de l'intérêt tous les trois ans pour un emprunt T.A.M. de mars 1987 (banque Stern).

On notera par ailleurs :

— La possibilité offerte en février 1987 aux souscripteurs d'O.A.T. de régler leurs souscriptions par remise de titre 7 % 1973 à concurrence de 50 %, puis de 100 % à partir de septembre 1987 : cette faculté a été utilisée à hauteur de 9,2 milliards de francs.

— L'émission par le Trésor de titres d'une durée exceptionnellement longue (25 ans).

— Le fait que certains émetteurs font désormais régler à l'émission le montant du coupon couru, selon la méthode jusqu'ici réservée aux adjudications : il s'agit de permettre une assimilation immédiate des titres émis à des titres déjà existants afin d'accroître l'importance des lignes de cotation et de favoriser la liquidité du marché de ces titres.

En dehors de ces innovations, les principaux produits proposés en 1987 ont présenté des caractéristiques généralement identiques à celles observées en 1986 :

— Les opérations diverses permettant à terme un accroissement des fonds propres des entreprises ont rassemblé des sommes quelque peu inférieures à celles recueillies en 1986 : 12,4 milliards de francs contre 14,1. Aucune émission d'obligations remboursables en actions n'a eu lieu ; le volume d'obligations convertibles a été faible, comme en 1986 (1,4 milliard de francs contre 1,1) et les émissions d'obligations à bons de souscription d'action, si elles ont été particulièrement nombreuses (40 contre 27) se sont élevées à un montant comparable à celui de 1986 (8,4 milliards de francs en 1987 contre 8,2). Enfin il y a eu cinq émissions de titres subordonnés à durée indéterminée, pour 2,6 milliards de francs (2,3 en 1986).

— Les émissions d'obligation à bons de souscription d'obligation ont poursuivi leur progression : 17 opérations contre 7 l'an dernier pour un montant de 13,1 milliards de francs contre 9,8 ;

— Les emprunts à bons d'échange négociables séparément dont la formule était apparue en 1986 se sont développés : seize émissions ont été effectuées pour un montant de 34,2 milliards de francs.

— Enfin, comme en 1986, ont été émis de nombreux emprunts à remboursement anticipé au gré de l'émetteur.

C. — Les émissions de titres participatifs

Elles ne se sont élevées en 1987 qu'à quelque 800 millions de francs provenant pour leur majeure partie de l'exercice de bons de souscription attachés à des opérations antérieures. Deux émissions nouvelles seulement ont eu lieu, réalisées par deux coopératives agricoles pour un montant de 130 millions de francs.

III. — La répartition des émetteurs

(cf. tableaux VI et VII)

La répartition des **émissions d'actions et certificats d'investissement** entre entreprises industrielles et commerciales d'une part et institutions financières de l'autre, fait apparaître une sensible diminution de la part de ces dernières qui passe de 18,3 à 11,1 %, cette part étant légèrement plus élevée pour les seules émissions réalisées par appel public à l'épargne (14,3 %).

La ventilation des **émissions d'obligations et de titres participatifs** par secteurs bénéficiaires met en évidence une diminution en francs courants de la collecte de tous les secteurs à l'exception des institutions financières, des collectivités locales et de l'étranger qui voient donc augmenter leur part relative dans l'ensemble des émissions d'obligations.

Le phénomène le plus visible est la baisse de la part de **l'administration** (108,3 milliards de francs contre 167 soit 36,7 % contre 47,5 %) due uniquement à celle des emprunts d'État puisque la part des collectivités locales a légèrement augmenté.

Avec 81 milliards de francs, la collecte de l'État est en effet inférieure à celle des trois années précédentes ; elle ne représente plus qu'un peu plus d'un quart des émissions totales, soit une part relative similaire à celle qui était la sienne dans les

années 78 à 82. Les besoins de l'État qui s'étaient élevés à 141 milliards de francs en 1986 avaient été alors notamment accrus par le remboursement anticipé de l'emprunt obligataire de 1983 ; en 1987, ils ont été fortement limités par la collecte résultant des privatisations ; la réduction des émissions nettes de l'État est encore plus prononcée puisque ces dernières sont passées de 117 à 49,8 milliards de francs (— 57,4 % contre — 42 % pour les émissions brutes) et même à 20,2 milliards de francs si l'on tient compte des rachats de titres effectués par la Caisse d'amortissement de la dette publique (C.A.D.P.).

Les émissions des **collectivités locales** ont légèrement progressé d'une année sur l'autre, en passant de 25,7 à 27,3 milliards de francs et leur part relative a gagné deux points (9,3 % contre 7,3 %). La majeure partie de ces émissions (25,8 milliards de francs, soit 95 %) a été réalisée par la C.A.E.C.L. — Crédit local de France par l'intermédiaire tant des emprunts permanents Régions de France (2,7 milliards de francs) que des emprunts lancés directement, émis de manière classique (16 milliards de francs en 12 emprunts) ou par adjudication (7,1 milliards de francs en 5 emprunts).

Les **services publics** (secteur productif non concurrentiel) ont, avec 36,8 milliards de francs, collecté sur le marché obligataire un montant inférieur à celui atteint en 1986 (51,4 milliards de francs) mais aussi en 1983 et 1984 ; leur part dans le total des emprunts est en légère diminution : 12,4 % contre 13,7 %. Le secteur de l'énergie s'est procuré 17 milliards de francs (E.D.F. : 13,2 milliards de francs, Caisse Nationale de l'énergie : 3,6 et Sapar : 0,2) contre 22 l'an dernier (— 22,7 %) ; celui des transports a rassemblé 12,8 milliards de francs (— 13,5 % par rapport à 1986) répartis entre la S.N.C.F. (7,4 milliards de francs) et la Caisse Nationale des autoroutes (5,4 milliards de francs). Enfin le montant émis par la Caisse Nationale des télécommunications s'est élevé à 3,5 milliards de francs, le Fonds spécial des grands travaux et la Compagnie Nationale de Rhône ayant de leur côté recueilli respectivement 3,1 et 0,3 milliards de francs.

La part du **secteur industriel et commercial** (secteur productif concurrentiel) a légèrement augmenté (16,2 % contre 14,1 %), bien qu'en francs courants ses émissions se soient réduites de 49,7 milliards de francs à 47,8 (— 3,8 %).

Cette réduction n'a concerné que les émissions réalisées directement sur le marché par les entreprises de ce secteur qui sont passées de 11,6 milliards de francs à 9,3. Les fonds collectés l'ont été principalement sous forme d'obligations à bons de souscription d'actions (7,2 milliards de francs pour 33 entreprises contre 5,4 l'an dernier pour 21 entreprises).

En revanche, les sommes que se sont procurées les organismes de financement à long et moyen terme pour les distribuer ensuite sous forme de prêts au secteur industriel et commercial ont connu une légère croissance (+ 10,9 %) en s'élevant à 38,5 milliards de francs. Les plus gros émetteurs ont été la B.F.C.E. (18,4 milliards de francs), la Caisse centrale de coopération économique (5,4 milliards de francs), le C.E.P.M.E. (3,6 milliards de francs), les S.D.R. (3,3 milliards de francs), le Crédit National (2,7 milliards de francs). Sont également intervenus les groupements professionnels (2,1 milliards de francs), la Caisse centrale de crédit coopératif (2,1 milliards de francs) et les S.I.C.O.M.I. (1,4 milliard de francs).

Globalement, les **institutions financières** ont collecté sur le marché obligataire 134,8 milliards de francs contre 118,8 l'an dernier (soit 46 % de l'ensemble contre 33,7 % en 1986), si l'on tient compte des opérations réalisées par les organismes de financement à long et moyen terme.

Si l'on exclut le volume de ces dernières opérations destinées à financer le secteur industriel et commercial, le volume émis par les autres institutions financières s'établit à 98,4 milliards de francs, en augmentation de 15,3 % sur le montant atteint en 1986, ce qui correspond à nouveau, comme ce fut le cas de 1980 à 1982, au tiers du marché obligataire.

Ces 98,4 milliards de francs se répartissent ainsi :

	En milliards de francs	(dont Codevi)
a) Banques (1)	29,1	0,2
b) Banques mutualistes ou coopératives (1) :		
• Banques populaires.....	1	
• Crédit agricole mutuel (C.N.C.A.).....	10,8	2,5
• Crédit mutuel	0,8	
Sous-total b)	12,6	
c) Caisse d'épargne Écureuil.....	4,8	
d) Caisse de Crédit municipal	0,4	
e) Sociétés financières (dont : Caisse de refinancement hypothécaire 11,3)	16	
f) Institutions financières spécialisées (dont Crédit fon- cier de France : 27 (2)).....	28,8	
g) Établissements dont l'activité est définie à l'article 99 de la loi du 24 janvier 1984 (anciennement « maisons de titres »).....	1,3	
h) Divers	5,4	
Total	98,4	2,7

Deux émetteurs étrangers, la Banque Européenne d'investissement et la Banque Internationale pour la reconstruction et le développement, sont intervenus en 1987 sur le marché obligataire français pour un montant émis en francs français de 4,1 milliards. On peut également y ajouter un emprunt de la B.E.I. libellé en ECU, d'environ 520 millions de francs (75 millions d'ECU) et non comptabilisé dans les statistiques.

(1) Non compris les émissions comptabilisées parmi celles des organismes de financement à long et moyen terme :

- pour les banques mutualistes ou coopératives : la Caisse centrale de crédit coopératif ;
- pour les sociétés financières : les Sicomi ainsi que la Caisse nationale de l'Énergie comptabilisée avec les services publics ;
- pour les institutions financières spécialisées : le C.E.P.M.E., le Crédit national, la Caisse centrale de coopération économique, les S.D.R. ainsi que la C.A.E.C.L. comptabilisée avec les collectivités locales.

(2) Dont 6,9 milliards correspondent à la conversion en obligations de prêts sous seing privé consentis par la Caisse des dépôts au Crédit foncier de France.

TABEAU I
Les émissions brutes de valeurs mobilières (1)

	MONTANTS EN MILLIARDS DE FRANCS					VARIATIONS EN %				STRUCTURE DES ÉMISSIONS EN %				
	1983	1984	1985	1986	1987	1984/1983	1985/1984	1986/1985	1987/1986	1983	1984	1985	1986	1987
I. - ACTIONS ET CERTIFICATS D'INVESTISSEMENT														
A. - Émissions par appel public à l'épargne (2)	10,8	9,8	17,4	62,8	56,6	- 9,2	+ 77,5	+ 260,9	- 9,9	4,5	3,3	4,5	12,8	12,5
• Sociétés cotées (3)	(9,2)	(8,8)	(16,8)	(59,9)	(42,9)*	- 4,3	+ 90,9	+ 256,5	- 28,4	(3,8)	(3)	(4,3)	(12,3)	(9,5)
• Autres sociétés (4)	(1,6)	(1)	(0,6)	(2,6)	(13,7)*	- 37,5	- 40	+ 333,3	- 426,9	(0,7)	(0,3)	(0,2)	(0,5)	(3,0)
B. - Émissions faites sans appel public à l'épargne.	32,2	38,7	55,8	74,6	100,3	+ 19,9	+ 44,2	+ 33,7	+ 34,3	13,4	12,9	14,3	15,3	22,2
TOTAL actions (A + B)	43	48,5	73,2	137,4	156,9	+ 12,8	+ 50,9	+ 87,7	+ 14,2	17,9	16,2	18,8	28,1	34,7
II. - OBLIGATIONS														
- Convertibles	2,4	1,6	5,3	1,1	1,4	- 33,3	+ 231,2	- 79,2	+ 27,3	1	0,6	1,4	0,2	0,3
- A bons de souscription d'actions ou de certificats d'investissement	1,4	4,7	5,2	8,2	8,4	+ 235,7	+ 10,6	+ 57,7	+ 2,4	-	-	1,3	1,7	1,8
- A bons de souscription de titres participatifs.	-	1	0,6	-	-	-	- 40	-	-	0,6	1,9	0,2	-	-
- A bons de souscription d'obligations	1,6	-	7	9,8	13,1	-	n.s.	+ 40	-	0,6	-	1,8	2	2,9
- Autres	188,3	234,8	288,9	328,1	271,7	+ 24,7	+ 23	+ 13,6	- 17,2	78,2	78,7	74,1	67,1	60,1
dont emprunts d'État	(51)	(84,9)	(97,6)	(141,3)	(81)	+ 66,5	+ 14,9	+ 44,8	- (42,7)	(21,2)	(28,5)	(25)	(28,9)	(17,9)
TOTAL obligations	193,7	242,1**	307**	347,2**	294,6**	+ 25	+ 26,8	+ 13,1	- 15,1	80,4	81,2	78,7	71	65,1
III. - TITRES PARTICIPATIFS	4,1	7,8	9,7	4,3	0,8	+ 90,2	+ 24,3	- 55,7	- 81,4	1,7	2,6	2,5	0,9	0,2
Total général (I-II-III)	240,8	298,3	389,9	488,9	452,3	+ 23,9	+ 30,7	+ 25,4	- 7,5	100	100	100	100	100
p.m. Parts de SARL	2,6	2,8	4,7	6,3	8,4	+ 7,7	+ 67,8	+ 34						

(1) Les émissions brutes correspondent :

- en ce qui concerne les actions, au total des ressources en fonds propres dont ont bénéficié les entreprises ayant procédé à des augmentations de capital contre espèces, quelles que soient la nature et l'origine des souscriptions à ces augmentations de capital ;
- en ce qui concerne les obligations, au total des ressources d'emprunt dont ont disposé les divers émetteurs, que ces ressources soient ou non affectées à des financements nouveaux ou à des remboursements d'emprunts antérieurs. Les émissions sont comptabilisées coupon couru versé au règlement inclus.

(2) Il s'agit de toute émission d'actions ou de certificats d'investissement ayant donné lieu à l'établissement d'une note d'information visée par la C.O.B. ainsi que des émissions résultant du paiement du dividende en actions ou de l'exercice de bons de souscription d'actions.

(3) Y compris les augmentations de capital effectuées par les sociétés cotées au second marché (20 millions de francs en 1983, 351 millions de francs en 1984, 727 millions de francs en 1985, 2,5 milliards de francs en 1986 et 4,9 en 1987), celles résultant du paiement du dividende en actions (0,3 milliard de francs en 1983, 1,6 en 1984, 1,4 en 1985, 1,5 en 1986 et 1,6 en 1987) ou de l'exercice de bons de souscription (environ 300 millions en 1986 et 3 milliards de francs en 1987) et les émissions de certificats d'investissement (0,04 milliard de francs en 1983, 1,6 en 1984, 2,5 en 1985 et 3,4 en 1987).

Non compris les émissions réservées à certains souscripteurs ou au personnel qui ont pu être réalisées par des sociétés cotées sans établissement d'une note d'information ayant donné lieu au visa de la C.O.B. Ces émissions sont, en revanche, incluses dans la ligne B.

(*) Y compris les augmentations de capital effectuées par des sociétés privatisées (7,4 milliards de francs au total) juste avant l'offre publique de vente (O.P.V.), les actions émises étant elles-mêmes proposées au public lors de l'O.P.V.

(**) Dont 9,4 milliards de francs souscrits en emploi de fonds collectés au titre des CODEVI, en 1984, 12,5 milliards de francs en 1985, 5,7 en 1986 et 2,7 en 1987.

N.B. Les augmentations de capital réalisées en 1986 par Usinor et Sacilor (respectivement 23,5 et 26,7 milliards de francs) par conversion de créances de l'État ont été exclues des statistiques d'émissions d'actions, pour ne pas fausser, en raison de leur montant, les comparaisons avec les années antérieures et celles à venir.

Sources : Notes d'information visées par la Commission des Opérations de Bourse, insertions au BALO, au Journal Officiel et dans la presse, statistiques d'émissions de valeurs mobilières établies par le Crédit Lyonnais.

TABLEAU II

Les émissions nettes de valeurs mobilières (1)

	MONTANTS EN MILLIARDS DE FRANCS					VARIATIONS EN POURCENTAGE				STRUCTURE DES ÉMISSIONS EN %			
	1983	1984	1985	1986	1987	1984/1983	1985/1984	1986/1985	1987/1986	1984	1985	1986	1987
I. - ACTIONS.....	n.d.	42,9	71,1	128,1	154,1	—	+ 65,7	+ 80,2	+ 20,3	17,7	21,4	31,7	43,1
II. - OBLIGATIONS ET TITRES PARTICIPATIFS.....	152,4	199,3	260,9	275,6	203,5	+ 29,1	+ 30,8	+ 8	- 26,2	82,3	78,6	68,3	56,9
TOTAL GÉNÉRAL.....	n.d.	242,2	332	403,7	357,6	—	+ 37,1	+ 21,6	- 11,4	100	100	100	100
p.m. ● Montant des amortissements sur obligations.....	45,4	50,6	55,8	75,9	91,8	+ 11,4	+ 10,3	+ 36	+ 20,9	—	—	—	—
● Montant des déductions sur actions.....	—	5,5	2,1	9,3	2,8	—	- 61,8	+ 342,8	- 69,8	—	—	—	—

(1) Les émissions nettes s'entendent :

- pour les actions, déduction faite des souscriptions effectuées au moyen de fonds déjà comptabilisés par ailleurs, comme les augmentations de capital pratiquement simultanées d'une société-mère et de sa filiale;
- pour les obligations, déduction faite des amortissements sur emprunts antérieurs.

Ces déductions sont opérées par le Crédit Lyonnais et ont pour but d'éliminer des fonds qui ne proviennent pas d'une épargne nouvelle.

Source : Crédit Lyonnais.

TABLEAU III

Structure par taille des émissions d'actions et de certificats d'investissement effectuées par appel public à l'épargne (1)

(Montant en millions de francs)

CAPITAUX RECUEILLIS par tranches	1985				1986				1986			
	Nombre d'opérations	Montants collectés	Pourcentage du total		Nombre d'opérations	Montants collectés	Pourcentage du total		Nombre d'opérations	Montants collectés	Pourcentage du total	
			A	B			A	B			A	B
— De 1 à 19												
● Cote officielle	15	153,5	14,8	1	9	119	6	0,2	7 (2)	91,3 (2)	4,6	0,2
● Second marché	6	67,6	5,9	0,4	6	71,2	4	0,1	3	28,5	2	0,1
● Autres sociétés (*)	9	85	8,9	0,5	15	89,2	10	0,2	15	109,9	9,9	0,2
— De 20 à 49												
● Cote officielle	10	273,1	9,9	1,7	8	217,9	5,3	0,3	12	365,3	7,9	0,7
● Second marché	5	154,7	5	1	8	303,2	5,3	0,5	14 (6)	434,3 (6)	9,2	0,8
● Autres sociétés (*)	8	276	7,9	1,7	10	304,7	6,7	0,5	16	402,4	10,6	0,8
— De 50 à 99												
● Cote officielle	8	513,6	7,9	3,3	14	1 034,7	9,3	1,7	9	792,9	5,9	1,5
● Second marché	1	84,5	1	0,6	2	135,1	1,3	0,2	8 (7)	455,4 (7)	5,3	0,9
● Autres sociétés	—	—	—	—	5	322,2	3,4	0,5	1	51,3	0,6	0,1
— De 100 à 299												
● Cote officielle	18	3 270,4	17,8	20,3	17	3 020,4	11,3	5	18 (3)	3 346,8 (3)	11,9	6,4
● Second marché	2	420,2	2	2,6	4	716,8	2,7	1,2	11 (8)	1 849,6 (8)	7,2	3,6
● Autres sociétés (*)	1	100,6	1	0,7	2	241,6	1,3	0,4	7	1 359,1	4,6	2,6
— De 300 à 499												
● Cote officielle	5	1 960,2	5	12,2	13	4 958,3	8,7	8,2	4 (4)	1 711,4 (4)	2,6	3,3
● Second marché	—	—	—	—	3	1 242,9	2	2,1	1	425,1	0,6	0,8
● Autres sociétés (*)	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
— De 500 à 999												
● Cote officielle	9,1	6 449,9	8,9	40,1	13	9 517,1	8,7	15,7	7	5 224,9	4,6	10,1
● Second marché	—	—	—	—	—	—	—	—	3	1 947,1	2	3,7
● Autres sociétés (*)	—	—	—	—	2	1 598,5	1,3	2,6	2	1 514,3	1,3	2,9

TABLEAU III (suite)

Structure par taille des émissions d'actions et de certificats d'investissement effectuées par appel public à l'épargne (1)

(Montant en millions de francs)

CAPITAUX RECUEILLIS par tranches	1985				1986				1987			
	Nombre d'opérations	Montants collectés	Pourcentage du total		Nombre d'opérations	Montants collectés	Pourcentage du total		Nombre d'opérations	Montants collectés	Pourcentage du total	
			A	B			A	B			A	B
— 1 000 et plus												
● Cote officielle	2 (4)	2 075,7 (4)	2	12,9	19	36 769,5	12,7	60,6	12 (5)	21 759,9 (5)	7,9	41,8
● Second marché	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
● Autres sociétés (*)	—	—	—	—	—	—	—	—	2	10 156,4	1,3	19,5
TOTAL												
● Cote officielle	67	14 714,9	66,3	91,5	93	55 636,9	62	91,7	69	33 292,5	45,4	64
● Second marché	14	727	13,9	4,5	23	2 469,2	15,3	4,1	40	5 140	26,3	9,9
● Autres sociétés (*)	20	640,3	19,8	4	34	2 556,3	22,7	4,2	43	13 593,4	26,3	26,1
TOTAL GÉNÉRAL	101	16 082,2	100	100	150	60 662,4	100	100	152	52 025,9	100	100
— Montant moyen des émissions d'actions												
● Cote officielle		219,6 (9)				598,2 (9)				482,5 (9)		
● Second marché		51,9				107,3				128,5		
● Autres sociétés (*)		32				75,2				316,1		
ENSEMBLE		159,2				404,4				342,3		

(*) Sociétés inscrites au hors-cote ou non cotées.

(1) Hors augmentations de capital résultant du paiement du dividende en actions et de l'exercice de bons de souscription d'actions.

(2) Dont une émission de certificats d'investissement de 205 millions de francs.

(3) Dont une émission de certificats d'investissement de 263,2 millions de francs.

(4) Dont une émission de certificats d'investissement de 358,8 millions de francs.

(5) Dont une émission de certificats d'investissement par une société nationalisée de 2 539,1 millions de francs.

(6) Dont une émission de certificats d'investissement de 46,3 millions de francs.

(7) Dont une émission de certificats d'investissement de 52 millions de francs.

(8) Dont une émission de certificats d'investissement de 117,4 millions de francs.

(9) Montant, hors émissions de certificats d'investissement : 191,4 millions de francs en 1985, 410,7 en 1986 et 335 en 1987.

TABLEAU IV

*Répartition des émissions obligataires en 1987
entre emprunts à taux fixe et emprunts à taux variable ou révisable*

	EN MILLIARDS DE FRANCS			EN POURCENTAGE		
	Taux fixe	Taux variable ou révisable	Total	Taux fixe	Taux variable ou révisable	Total
Emprunts convertibles	1,4	—	1,4	100	—	100
Emprunts à bons de souscription :						
• d'actions	8,4	—	8,4	100	—	100
• d'obligations	11,3	1,8	13,1	86,3	13,7	100
Emprunts à bons d'échange contre des obligations	18 *	16,2	34,2 *	52,6	47,4	100
Émissions de titres subordonnés à durée indéterminée ...	—	2,6	2,6	—	100	100
Emprunts d'État	56,4	24,6	81	69,6	30,4	100
Autres emprunts	64,7	88,1	152,8	42,3	57,7	100
Exercice de bons de souscription d'obligations	1,7	0,9	2,6	65,4	34,6	100
TOTAL	160,4	134,2	294,6	54,4	45,6	100
TOTAL hors emprunts d'État	104	109,6	213,6	48,7	51,3	100

(*) Dont 1,5 milliard de francs déjà comptabilisé parmi les emprunts à bons de souscription d'obligations.

TABLEAU V

Répartition des émissions obligataires en 1987 à taux variable ou révisable selon le taux de référence utilisé

	MONTANTS EN MILLIARDS DE FRANCS									
	Taux révisable				Taux variable					Total
	TRA	TRE	TRB	TRM	TMO	TME	TMB	TAM	TIOP	
— Emprunts à bons de souscription d'obligations	—	—	—	—	—	—	—	1,8	—	1,8
— Emprunts à bons d'échange contre des obligations	—	1	—	—	—	13,7	—	1,5	0,1	16,2
— Titres subordonnés à durée indéterminée	—	—	—	—	0,3	2	—	0,2	—	2,6
— Emprunts d'État	—	—	—	—	—	—	24,6	—	—	24,6
— Autres emprunts	1,8	9,1	1	1	0,1	15,6	8,7	49,4	1,4	88,1
— Exercice de bons de souscription d'obligations	—	—	—	—	—	—	—	0,9	—	0,9
Total	1,8	10,1	1	1	0,4	31,3	33,3	53,8	1,5	134,2
En %	1,3	7,5	0,8	0,8	0,3	23,3	24,8	40,1	1,1	100

N. B. : Définition des différents types d'emprunts :

— Emprunts à taux variable : les taux de référence peuvent être :

- les taux moyens de rendement au règlement des obligations garanties par l'État et assimilées (TMO) ou émises par l'État (TME), établis par l'I.N.S.E.E. et calculés sur la période précédant la date de paiement du coupon ;
- les taux du marché monétaire : taux de rendement d'un placement mensuel renouvelé chaque mois sur les douze derniers mois avec capitalisation des intérêts, sur la base du taux au jour le jour (TAM) ou du taux interbancaire offert à Paris en francs français à 1 mois (TIOP ou PIBOR) ;
- les taux de rendement moyens pondérés des bons du Trésor à 13 semaines constatés lors des adjudications hebdomadaires (TMB).

— Emprunts à taux révisable : ils bénéficient d'un taux annuel fixe révisable périodiquement, tous les ans (TRA et TRE) ou tous les trimestres (TRB et TRM), en fonction des taux moyens mensuels de rendement au règlement précédant la date de révision des obligations garanties par l'État (TRA) ou des obligations émises par l'État (TRE), des bons du Trésor à 13 semaines (TRB) ou du TIOP à 3 mois (TRM).

TABLEAU VI

Répartition des émissions brutes d'actions par catégories d'émetteurs

	MONTANTS EN MILLIARDS DE FRANCS					VARIATIONS EN POURCENTAGE				STRUCTURE EN POURCENTAGE				
	1983	1984	1985	1986	1987	1984/1983	1985/1984	1986/1985	1987/1986	1983	1984	1985	1986	1987
A. Entreprises industrielles et commerciales (1)														
— Émissions par appel public à l'épargne.....	9,2	8,6	14,8 *	43,9 *	48,5 *	— 6,5	+ 72,1	+ 196,6	+ 10,5	21,4	17,8	20,2	31,9	32
● dont sociétés cotées (2).....	(8,5)	(8)	(14,3) *	(41,3) *	(36,2) *	— 5,9	+ 78,7	+ 188,8	— 12,3	(16,1)	(16,5)	(19,5)	(30)	(23,9)
— Émissions faites sans appel public à l'épargne.....	29,9	35,7	47,1	68,3	86,3	+ 19,4	+ 31,9	+ 45		69,5	73,7	64,3	49,7	56,9
Total A.....	39,1	44,3	61,9	112,2	34,9	+ 13,3	+ 39,7	+ 81,3		90,9	91,5	84,5	81,6	88,9
B. Institutions financières (1)														
— Émissions par appel public à l'épargne.....	1,6	1,2	2,6 **	(18,6) **	8,1 **	— 25	+ 116,7	+ 615,4	+ 56,4	3,7	2,5	3,6	13,5	5,4
● dont sociétés cotées (2).....	(0,7)	(0,8)	(2,5) **	(18,6) **	(6,7) **	— 57,1	+ 212,5	+ 644	(— 64)	(3,3)	(1,6)	(3,4)	(13,5)	(4,4)
— Émissions faites sans appel public à l'épargne.....	2,3	2,9	8,7	6,6	8,7	+ 26	+ 200	— 24,1		5,4	6	11,9	4,8	5,7
Total B.....	3,9	4,1	11,3	25,2	16,8	+ 5,1	+ 175,6	+ 123		9,1	8,5	15,5	18,3	11,1
Total A + B.....	43	48,4	73,2	137,4	151,7	+ 12,5	+ 51,2	+ 87,7		100	100	100	100	100

(1) La ventilation du total des émissions d'actions est effectuée par le Crédit Lyonnais. Celle des émissions d'actions cotées a été faite par la C.O.B. d'après les critères utilisés par le Crédit Lyonnais qui distinguent :

- les institutions financières (banques, institutions de crédit, S.D.R.),
- les entreprises industrielles et commerciales (y compris les sociétés d'assurances et de portefeuille).

(2) Cote officielle et second marché.

(*) Y compris paiement du dividende en actions (1 milliard de francs en 1985, 1,2 en 1986, 1,1 en 1987), exercice de bons de souscription d'actions (0,2 milliard de francs en 1986, 1,7 en 1987) et émissions de certificats d'investissement (1,9 milliard de francs en 1985, 9,1 en 1986 et 3,3 en 1987).

(**) Y compris paiement du dividende en actions (0,4 milliard de francs en 1985, 0,3 en 1986 et 0,4 en 1987), exercice de bons de souscription d'actions (0,1 milliard de francs en 1986 et 1,3 en 1987) et émissions de certificats d'investissement (0,6 milliard de francs en 1985, 14,9 en 1986 et 0,1 en 1987).

N. B. : Pour l'année 1987, la ventilation des émissions faites sans appel public à l'épargne n'a concerné que les opérations supérieures à 5 millions de francs. Le total A + B est donc différent du total des émissions d'actions qui figure dans le tableau I, et les évolutions par rapport à l'année 1986 n'ont été calculées que pour les émissions par appel public à l'épargne.

TABLEAU VII

Répartition des émissions d'obligations classiques, à bons de souscription et convertibles et des émissions de titres participatifs par secteurs bénéficiaires

	MONTANTS EN MILLIARDS DE FRANCS					VARIATIONS EN POURCENTAGE				STRUCTURE EN POURCENTAGE				
	1983	1984	1985	1986	1987	1984/1983	1985/1984	1986/1985	1987/1986	1983	1984	1985	1986	1987
● Services publics	41,1	37,4	32,4	48,2	36,8	- 9	- 13,4	+ 48,8	- 23,6	20,8	15	10,2	13,7	12,4
● Secteur industriel et commercial	30,3	41,4	59,6	49,7	47,8	+ 36,6	+ 44	- 16,6	- 3,8	15,3	16,6	18,8	14,1	16,2
— Émissions réalisées directement (1)	12,1	11,5	(16,8)	(11,6)	(9,3)	- 4,9	(+ 46,1)	(- 30,9)	(- 19,8)	(6,1)	(4,6)	(5,3)	(3,3)	(3,2)
— Émissions réalisées par intermédiation (2)	(18,2)	(29,9)	(42,8)	(34,7)	(38,5)	+ 64,3	(+ 43,1)	(+ 18,9)	(+ 10,9)	(9,2)	(12)	(13,5)	(9,8)	(13)
● Autres institutions financières	58,4	74,6 *	100,6 *	85,3 *	98,4 *	+ 27,7	+ 34,8	- 15,2	+ 15,3	29,5	29,8	31,8	24,3	33,3
● Administration	66,6	95,3	119,3	167	108,3	+ 43,1	+ 25,2	+ 40	- 35,1	33,7	38,1	37,7	47,5	36,7
— État	(51)	(84,9)	(97,6)	(141,3)	(81)	+ 66,5	(+ 14,9)	(+ 44,8)	(- 42,7)	(25,8)	(34)	(30,8)	(40,2)	(27,4)
— Collectivités locales	(15,6)	(10,4)	(21,7)	(25,7)	(27,3)	- 33,3	(+ 108,6)	(+ 18,4)	(+ 6,2)	(7,9)	(4,2)	(6,9)	(7,3)	(9,3)
● Étranger	1,4	1,2	4,8	1,5	4,1	- 14,3	+ 300	- 68,7	+ 173,3	0,7	0,5	1,5	0,4	1,4
Total	197,8	249,9 *	316,7 *	351,5 *	295,4 *	+ 26,3	+ 26,7	+ 11	- 16	100	100	100	100	100

(1) Les émissions classées sous cette rubrique peuvent être effectuées aussi bien par des entreprises privées que publiques pourvu que ces dernières appartiennent au secteur productif concurrentiel.

(2) Il s'agit d'émissions réalisées par l'intermédiaire d'organismes de financement à long et moyen terme (Crédit national, B.F.C.E., Crédit d'équipement des P.M.E., Caisse centrale de coopération économique, Caisse centrale de crédit coopératif, « Emprunts artisans » de la Caisse centrale des banques populaires, S.D.R...), de groupements professionnels ou de SICOMI, dont le produit est réaffecté sous forme de prêts aux entreprises du secteur industriel et commercial.

(3) Cette rubrique regroupe les émissions de toutes les institutions financières à l'exception de celles mentionnées au renvoi précédent.

(*) Y compris 9,4 milliards de francs souscrits en emploi de fonds collectés au titre des CODEVI, en 1984, 12,5 milliards de francs en 1985, 5,7 milliards de francs en 1986, 2,7 en 1987.

Source : Crédit Lyonnais.

LISTE D'ÉMISSIONS EFFECTUÉES EN 1987

I — Émissions d'actions effectuées par appel public à l'épargne (par ordre chronologique)

<i>Visa de la COB</i>	<i>Date du BALO</i>	<i>Nom de l'émetteur</i>	<i>Produit brut d'émission (millions de francs)</i>	
			<i>Cote officielle</i>	<i>Second marché</i>
A) Sociétés inscrites à la cote officielle ou à celle du second marché				
Janvier				
86-457	29/12/86	Cerus	2 129,8	
454	29/12/86	Mors *	62,9	
Total			2 192,7	
Février				
87-11	26/01/87	Aussedat Rey	212,6	
20	26/01	Legris Industries		51,5
12	26/01	Financière Truffaut		186
30	2/02	Promodés **	25,8	
13	2/02	Intrafor Cofor		24,9
10	2/02	Alain Manoukian		120,7
23	2/02	Publications Filpacchi		293,7
42	16/02	S.D.R. Méditerranée	18,5	
26	16/02	Mines de Kali Ste Thérèse	40	
43	16/02	Élysées Investissement		425,1
29	16/02	Cegid		56,5
Total			296,9	1 158,4
Mars				
87-46	23/02	Michel Thierry		61,7
47	23/02	Jacques Bogart		32,4
55	2/03	Nobel	435,6	
72	9/03	Publications Denis Jacob		40,6
70	9/03	Caisse auxiliaire de trésorerie et de crédit		29,4
62	16/03	Poclain	700	
59	23/03	Beghin Say	1 022,7	
90	23/03	Technofan		32,9
84	23/03	Tivoly S.A.		10,4
Total			2 158,3	207,4

* Actions à bons de souscription d'actions (A.B.S.A.).

** Actions assorties de bons d'échange contre des bons de souscription d'actions.

<i>Visa de la COB</i>	<i>Date du BALO</i>	<i>Nom de l'émetteur</i>	<i>Produit brut d'émission (millions de francs)</i>	
Avril				
87-83	30/03	S.D.R. du Sud Est *	96,2	
113	13/04	Cerus	1 031,2	
118	20/04	Parthéna Investissement	242,1	
			<hr/>	
			Total	1 369,5
Mai				
87-130	27/04	Jullien		22
141	27/04	Terraillon		54,7
137	4/05	Cie Française de l'Afrique Occidentale (C.F.A.O.)	850	
140	4/05	Suburdaïne de canalisations et de grands travaux	8,2	
133	4/05	Sanofi	645	
139	4/05	Société Holding économique et financière	1 145,8	
144	11/05	Devernois		52,2
61	11/05	Garages souterrains de Metz		16
157	18/05	Opfi Paribas	2 062,5	
149	18/05	M.M.B.		753
			<hr/>	
			Total	4 711,5
Juin				
87-164	25/05	Comptoirs Modernes	208,1	
138	25/05	Degrémont	97,5	
161	25/05	Cie de Penhoët	232,9	
162	1/06	Aurea *	20,4	
175	1/06	Clause	106,8	
179	1/06	Sodler	29,7	
196	1/06	Société parisienne d'entreprises et de participations (S.P.E.P.)	657	
180	1/06	Société générale du golfe de Guinée	26,4	
197	1/06	Jeumont Industrie	957,7	
177	1/06	Mines de la Lucette	3,1	
178	1/06	P.L.M.	165,7	
183	1/06	Saga	97,4	
190	1/06	S.D.R. Bretagne	25,4	
195	1/06	Peugeot *	2 875,6	
176	1/06	Forum International		47,6
148	8/06	Jouets Clairbois		28,2
182	8/06	Immindo	127,2	
200	8/06	Costimex	18	
189	8/06	Locafrance	97	
206	15/06	B.S.N.	1 581,3	
208	15/06	Eurafrance	1 160,3	
224	15/06	Financière et industrielle gaz et eaux	1 125	
209	15/06	Paris Orléans	145,4	
210	15/06	Reydel Industries		22,1
217	15/06	Sodinforg		184,1
207	22/06	Cofimans	296,4	
247	22/06	Société Générale d'entreprise (S.G.E.)	689,8	
232	22/06	Spechim	92,1	
238	22/06	Eurocom	208,7	
246	22/06	Dataid		41,8
242	22/06	Razel Frères *		120
231	22/06	Europe Computer Systems (E.C.S.)		200
			<hr/>	
			Total	11 044,9
				643,8

* Actions à bons de souscription d'actions (A.B.S.A.).

<i>Visa de la COB</i>	<i>Date du BALO</i>	<i>Nom de l'émetteur</i>	<i>Produit brut d'émission (millions de francs)</i>	
Juillet				
87-251	29/06	Pierre Synthétique Baikowski *	25	
237	29/06	Metrologie Internationale **		70,6
250	29/06	Creeks		120
271	6/07	Au Printemps S.A.	486,8	
281	13/07	Financière de Paribas *	4 065,5	
274	13/07	Financière de Rosario	34,4	
278	13/07	Société d'études et de participations O.H.F.		56,2
285	27/07	Asystel *		168
			Total	4 611,7
				414,8
Août				
87-287	27/07	F.N.A.C.	149,8	
295	10/08	Campenon Bernard	105,1	
			Total	254,9
Septembre				
87-297	17/08	Banque transatlantique	25,3	
296	24/08	Maisons Phénix	82,9	
298	31/08	Crédit foncier et communal d'Alsace Lorraine	32,2	
315	7/09	Société centrale pour l'industrie	91,4	
320	7/09	Cie d'investissement Astorg	282,1	
316	7/09	Olida et Caby	199,8	
333	21/09	S.A.T.A.M.	75,5	
336	21/09	Établissements Albert		25,1
339	21/09	Dynaction *		134,8
332	21/09	Investissements de Paris *		599,1
337	21/09	Precia		20,4
334	21/09	Sligos		204,9
338	21/09	Europhane		2,1
			Total	789,2
				986,4
Octobre (1)				
87-335	28/09	Camat	142,8	
212	28/09	Société auxiliaire d'entreprises (S.A.E.)	725,4	
367	19/10	Cie Générale d'entreprises automobiles	49,2	
			Total	917,4
Novembre				
87-399	2/11	Parisienne de chauffage urbain	112,1	
401	2/11	Société centrale d'investissement	146	
395	2/11	Majorette	31,5	
416	16/11	Holding St-Honoré	430,2	
425	16/11	A.G.P. S.A.		595
			Total	719,8
				595

* Actions à bons de souscription d'actions (A.B.S.A.).

** Actions assorties de bons d'échange contre des bons de souscription d'actions.

(1) L'augmentation de capital d'Épéda annoncée au B.A.L.O. du 5 octobre 1987 (visa n° 87-350), pour un montant de 417,2 millions de francs a été annulée. Celle de F.P. distribution annoncée au B.A.L.O. du 19 octobre 1987 (visa n° 87-369) pour un montant de 46,5 millions de francs a été reportée à une date ultérieure.

<i>Visa de la COB</i>	<i>Date du BALO</i>	<i>Nom de l'émetteur</i>	<i>Produit brut d'émission (millions de francs)</i>	
Décembre				
87-440	30/11	Banque Courtois	13,7	
443	30/11	Manufacture réunies St-Chamond	9,3	
444	30/11	Cogifer		20,6
463	14/12	Machines Bull	1 021,1	
Total			1 044,1	20,6
Pour mémoire : Émission de bons de souscription d'actions gratuits :				
475	21/12	Valeo		
Total 1987			30 110,9	4 924,3
			(65 opérations) (37 opérations)	
Total (A)			35 035,2	
			(102 opérations)	

B) Sociétés dont les actions font l'objet de négociations sur le marché hors-cote

87-14	2/02	Adourex	7	
27	/02	Sodep	5	
60	9/03	Office commercial pharmaceutique	173,1	
111	13/04	Financière Faltas	298,4	
116	20/04	Ile-de-France pharmaceutique	25,2	
136	4/05	Calciphos	244,8	
153	18/05	Burelle **	5,6	
174	1/06	Bertin	31,6	
117	8/06	Gachot	20,8	
172	8/06	Normerel	28,5	
267	6/07	Law	11,3	
213	6/07	Société de participations hôtelières et financières	51,3	
280	13/07	Ets Kalamazoo *	20,8	
289	17/08	Franklin France	3,7	
394	9/11	Algeco	14,8	
417	16/11	Hieaux et Cie	21	
450	30/11	Générale française de céramique	110,1	
Total (B)			1 073	
			(17 opérations)	

C) Sociétés dont les actions ne font pas l'objet de négociations sur un marché réglementé

87-14	2/02	Soprotel Epergy	14,2	
98	6/04	B.R.E.D.	127,2	
101	6/04	Sophebdo ***	2	
191	1/06	Golf club de la Commanderie ***	2,8	
181	1/06	Lecteurs du Monde	24,7	
211	15/06	Royal Beach Hotel II	24,8	
331	14/09	Golf Bussy St-Georges	27,5	
356	5/10	Cie Industrielle et financière de Presbourg ****	748,5	
323	21/09	Société d'édition du Nouvel Hebdomadaire ***	4	
382	26/10	Golf Club de la Commanderie	3,6	
400	2/11	Royale Louisiana	9,7	
406	2/11	Eurotunnel ****	3 850	
413	10/11	Banque Tarneaud	28,8	
423	23/11	Sogebail *****	120,5	
Total			4 988,3	
			(14 opérations)	

* Actions à bons de souscription d'actions (A.B.S.A.).

** Bons de souscription d'actions.

*** Constitution de société.

**** Société ultérieurement introduite au second marché (Presbourg) ou à la cote officielle (Eurotunnel).

***** Offre de réservation d'actions.

<i>Visa de la COB</i>	<i>Date du BALO</i>	<i>Nom de l'émetteur</i>	<i>Produit brut d'émission (millions de francs)</i>
---------------------------	-------------------------	--------------------------	-----------------------------------------------------------------

SOFICA

87-24	2/02	Sofinergie	7,9
392	2/11	Sofimage	20,1
393	2/11	Images investissement	20
390	16/11	Investimage 2	40
388	16/11	Libéral Audiovisuel 2 (S.L.A.V. 2)	25
424	23/11	Sofinergie	23,6
391	23/11	Sofica Création	20
437	30/11	Sofica Valor	11,5
483	28/12	Sofinergie	6,8
Total			174,9 (9 opérations)
Total (C)			5 163,2 (23 opérations)

D) *Sociétés privatisées ayant procédé, juste avant l'O.P.V. à des émissions d'actions elles-mêmes proposées au public lors de l'O.P.V.*

87-75 *	9/03 *	Sogenal	285
145 *	11/05 *	Cie Générale d'électricité	6 306,4
357 *	5/10 *	Cie financière de Suez	765,8
Total (D)			7 357,2
Total I (A + B + C + D)			48 628,6 (145 opérations)

N.B. : Les émissions d'actions des sociétés suivantes :

87-82	23/03	Société d'études et de participations (S.E.P.)	149,5 **
87-154	18/05	Rhône Alpes ECU	150 ***
87-256	29/06	Mondoblig	180 ***

n'ont pas été comptabilisées dans le total des émissions d'actions car il s'agit de sociétés d'investissement fermées dont les fonds sont employés, au moins partiellement, à l'acquisition d'actions déjà comptabilisées au moment de leur émission.

* Date des insertions au B.A.L.O. et numéros de visa des notes d'information visées par la C.O.B. à l'occasion de l'offre publique de vente.

** Cote officielle.

*** Constitution de société ultérieurement introduite au second marché.

II — Certificats d'investissement proposés au public

<i>Visa de la COB</i>	<i>Date du BALO</i>	<i>Nom de l'émetteur</i>	<i>Produit brut d'émission (millions de francs)</i>
A) Par des sociétés nationalisées			
87-28	9/03	Rhône Poulenc	2 539,1
B) Par des sociétés privées			
● Inscrites à la Cote officielle			
87-30	3/02	Promodès	358,8
59	23/03	Beghin Say	263,2
281	13/07	Financière de Paribas	20,5
● Inscrites à la Cote du second marché			
87-63	9/03	Onnium de gestion et de financement	117,4
99	6/04	Robertet	46,3
473	21/12	Caisse régionale de Crédit Agricole du Morbihan	52
Total II			3 397,3 (7 opérations)
Total I + II			52 025,9 (152 opérations)

III — Émissions de titres participatifs

<i>Visa de la COB</i>	<i>Date du BALO</i>	<i>Nom de l'émetteur</i>	<i>Produit brut d'émission (millions de francs)</i>
87-38	16/02	Le réveil agricole	10
398	2/11	Union laitière normande	120
Total III			130 (2 opérations)

IV — Émissions d'obligations aux caractéristiques spéciales (1)

<i>Visa de la COB</i>	<i>Date du BALO</i>	<i>Nom de l'émetteur</i>	<i>Produit brut d'émission (millions de F.)</i>	<i>Taux d'intérêt %</i>	<i>Durée</i>
A) Emprunts conduisant à un renforcement des fonds propres : émissions d'obligations donnant lieu à émission d'actions, ou non remboursables					
a) Obligations convertibles					
87-34	09/02	Duménil Leblé	600 (g)	4	7,8
33	09/02	Éditions Belfond	64,35 (g)	6,25	7,8
47	23/02	Jacques Bogart	51,15	6	7,8
85	23/03	Nord-Est	392,9	6,25	9,8
171	08/06	Compagnie Foncière	132,7	6,25	9,5
244	29/06	Fougerolle	149,8	6,25	11,5
			1 390,9		
			(6 opérations)		

(1) Lorsqu'un emprunt appartient à plusieurs catégories différentes, les lettres entre parenthèses qui figurent à la suite du montant brut d'émission indiquent les autres catégories où il est également mentionné.

<i>Visa de la COB</i>	<i>Date du BALO</i>	<i>Nom de l'émetteur</i>	<i>Produit brut d'émission (millions de F.)</i>	<i>Taux d'intérêt %</i>	<i>Durée</i>
b) Obligations à bons de souscription d'actions					
87-26	20/01	Legris Industrie	50	5,5	7
29	16/02	Cegid	66,5	6,25	8
32	16/02	Société de Placements internationaux (S.P.I.)	100	6	8
49	23/02	Électro Banque	250	5,75	7
48	23/02	C.G.I. Informatique	150	5,5	8
50	23/02	Tonna Électronique	30	5,75	8
51	02/03	Financière Robur	147,7	6	8
55	02/03	Nobel	200	5,5	10
70	09/03	Caisse auxiliaire de trésorerie et de crédit (C.A.T.C.)	50	5,75	7
31	23/03	Comptoir des entrepreneurs	305	6,25	8
96	30/03	Machines Bull	800	6	8
106	06/04	Papeteries du Limousin	9,8	6,5	8
119	20/04	S.I.T.A.	200	5,75	8
87	11/05	S.D.R. Méditerranée	31,2	6	8
152	18/05	Établissements Cateau	40	5,75	8
159	18/05	Sofical	819,6	5,5	8
150	18/05	Montupet	287,6	5,5	8
151	18/05	Locamic	250	5,75	7
163	25/05	Expand	80	5,5	8
187	01/06	Banque du Marais-B.I.C.M.	300	5,5	8
190	01/06	S.D.R. Bretagne	66	6	7
186	01/06	Financière de l'Atlantique	200	5,75	8
185	01/06	Locamion	80	6	8
214	15/06	Chargeurs S.A.	808,3	5,8	8
217	15/06	Sodinforg	76,7	5,75	7
215	15/06	Financière Strafor	285	6	7
216	15/06	Souriau	75	6,5	8
243	29/06	Entreprise Jean Lefebvre	200	6	7
241	29/06	Participex	50	6,5	8
264	29/06	Immobanque	150	7,5	10
237	29/06	Métrologie internationale	73,8	6	8
255	29/06	Francarep	180	6	9
254	29/06	Frankoparis	400	7,25	10
261	29/06	Française de signalisation	24,1	6,25	8
253	29/06	Virbac	150	6	7
268	06/07	Guyomarch	150	5,5	10
316	07/09	Olida et Caby	243,7	8	8
299	14/09	Lambert Frères	172,5	6,25	7
352	05/10	Sofal	350	7	12
271	06/07	Au Printemps	507,99	6	7
			8 410,49		
			(40 opérations)		

c) Titres subordonnés à durée indéterminée

87-02	12/01	Banque Indosuez	1 500	T.M.E. + marge de 0,1 à 0,5 %
21	02/02	B.I.A.O.	199,4	T.A.M. + 3/8
36	23/02	BATIF	303	T.M.O. - 0,30
259	29/06	Financière du C.I.C.	500	T.M.E. + 0,25 %
483	28/12	Marseillaise de Crédit	100	T.I.O.P. 1 mois + 0,15
			2 602,4	
			(5 opérations)	

Visa de la COB	Date du BALO	Nom de l'émetteur	Produit brut d'émission (millions de F.)	Taux d'intérêt %	Durée
-------------------	-----------------	-------------------	------------------------------------------------	------------------------	-------

B) Obligations présentant des possibilités d'options pour l'émetteur ou le porteur (1)

d) Obligations à bons de souscription d'obligations

• 2^e tranche assimilable à la première

87-77	16/03	E.D.F.	1 472,7 (g)	8,50	12,7
81	23/03	B.F.C.E.	2 950,2	8,5	15,8
92	30/03	C.N.E.	650	8,7	10,5
114	13/04	Crédit National	499,7	8,5	7
			488,7 (g)	8,5	13
128	27/04	C.F.F.	1 000	8,5	13,3
158	18/05	C.A.E.C.L.	1 016	8,9	13
292	03/08	Cetelem	500	T.A.M.	8
481	28/12	Caisse centrale de coopération économique	1 509,99 (f)	9,7	14,7

• 2^e tranche non assimilable à la première

87-283	20/07	E.D.F.	508,76	8,3	11,7
326	14/09	Crédit National	200	T.A.M.	12,5
327	14/09	Duménil Leblé	150 (2)	T.A.M.	
				- 0,17 %	8,5
347	28/09	B.F.C.E.	150 (2)	T.A.M.	10,5
419	16/11	Caisse de gestion mobilière	400	85 % T.A.M.	12
456	07/12	Cepme	1 200	10	8
464	14/12	Banque de financement et de trésorerie	300 (3)	T.A.M.	8,2
				- 2,25 %	
465	14/12	Comptoir des entrepreneurs	145 (4)	T.A.M.	8,2
				- 2,25 %	

Total : 17 opérations 13 141,05

e) Obligations à option d'échange

• Taux fixe contre taux variable

				Échangeable contre	
	/05	Société lyonnaise de banque	452,71 (5)	9,3	T.R.O. 12
219	15/06	Actimut	100	9,2	T.M.E. 10

(1) Les émissions d'obligations à bons de souscription d'actions (rubrique b) pourraient être également classées sous cet intitulé.

(2) L'obligation à taux fixe provenant de l'exercice du bon de souscription comporte un bon d'échange contre une obligation à taux variable T.A.M. assimilable à celles de la présente émission.

(3) Cotation d'un emprunt émis en septembre 1987.

(4) Cotation d'un emprunt émis en octobre 1987.

(5) Proviens de l'exercice de bons de souscription remis lors de l'offre publique de rachat en décembre 1986, d'obligations S.L.B. mars 1982 et avril 1983.

Visa de la COB	Date du BALO	Nom de l'émetteur	Produit brut d'émission (millions de F.)	Taux d'intérêt %	Durée
-------------------	-----------------	-------------------	------------------------------------------------	------------------------	-------

f) Obligations à bons d'échange négociables séparément

• contre obligations à taux variable ou révisable

			Échangeable		
			contre		
87-07	19/01	B.F.C.E.	4 895	8,5	T.M.E. 12
45	23/02	CA.E.C.L.	1 940,8	8,9	T.R.E. 13
54	02/03	C.C.C.E.	1 444,5	8,8	T.M.E. 15
58	09/03	S.N.C.F.	1 960	8,8	T.M.B. 12,9
73	09/03	F.S.G.T.	1 688,1	9,1	T.M.E. 12
94	30/03	CA.E.C.L.	2 008,4	8,9	T.R.E. 13
158	18/05	CA.E.C.L.	2 047,2	8,9	T.R.E. 13
	/12	Crédit National	339 (1)	8,5	T.A.M. 12,3
481	28/12	C.C.C.E.	1 509,99	9,7	T.M.E. 14,7
	/12	Duménil Leblé	166,5 (1)	8,6	T.A.M. 12,2

• contre obligations à taux fixe

87-52	02/03	C.F.F.	2 250	T.M.E.	
				- 1,75 %	12
			900	T.M.E.	
				- 1,75 %	12
128	27/04	C.F.F.	3 000	T.M.E.	
				- 0,30 %	11,8
239	22/06	Cepme	1 500	T.A.M.	
					10
328	21/09	B.F.C.E.	6 200	T.M.E.	
					10
343	28/09	CA.E.C.L.	1 038,96	T.R.E.	
				- 0,30 %	11,6
428	23/11	B.F.C.E.	1 300	T.M.E.	
					10

Total : 17 opérations 34 188,45

g) Obligations à remboursement anticipé au gré de l'émetteur

86-459	05/01	C.N.T.	2 527,5	T.A.M.	10
87-19	26/01	E.D.F.	1 978	T.M.B.	10
34	09/02	Duménil Leblé	600 (a)	4 %	7,8
33	09/02	Belfond	64,35 (a)	6,25 %	7,7
56	02/03	Crédit Lyonnais	956,4	9	13
			980 (b)	T.R.B.	13
77	16/03	E.D.F.	1 472,7 (d)	8,50	12,7
114	13/04	Crédit National	488,7 (d)	8,5	13
283	20/07	E.D.F.	1 488,6	T.A.M.	
				- 0,2 %	10
			1 453,2	9,2	12
306	24/08	C.C.C.E.	998,4	T.M.E.	
				- 0,7 %	15
87	/09	Charente Maritime	50	T.A.M.	15
321	07/09	Crédit Lyonnais	975,6	10	13
			1 000	T.A.M.	12
325	14/09	B.N.P.	1 000	T.A.M.	12
344	28/09	S.N.C.F.	500	T.A.M.	12,2
			1 015,2	T.M.E.	
				- 0,60 %	12

(6) Émission provenant de l'exercice de bons de souscription.

<i>Visa de la COB</i>	<i>Date du BALO</i>	<i>Nom de l'émetteur</i>	<i>Produit brut d'émission (millions de F.)</i>	<i>Taux d'intérêt %</i>	<i>Durée</i>
87-365	12/10	C.N.E.	1 000,6	T.A.M. - 0,20 %	10
			500	T.A.M. - 0,20 %	9
			500	T.A.M. - 0,20 %	11
			500	T.A.M. - 0,15 %	10
371	19/10	Locindus	400	T.A.M.	12,3
407	02/11	C.F.F.	748,28	T.M.E. - 0,95 %	9
			1 250	T.M.E. - 0,80 %	9
422	16/11	B.F.I. Sovac	500	T.A.M.	8
448	30/11	Carrefour	1 000	T.A.M. - 1,20 %	10
436	30/11	C.N.T.	1 000	10	10
461	07/12	Société Générale	993	10	13
462	14/12	Banque Mondiale	1 000	10	11

Total : 29 opérations 26 940,53

h) Modalités particulières de versement de coupon

87-56	02/03	Crédit Lyonnais	980 (g)	T.R.B. (1)	13
64	09/03	Banque Stern	994	T.A.M. (2)	13
155	25/05	Crédit Municipal	49	T.R.E. (3)	8
461	07/12	Société Générale	500,3	T.R.M. (4)	10
479	21/12	Crédit Lyonnais	499,15	T.R.M. (4)	9,7

i) Emprunts libellés en ECU

87-46	28/09	B.E.I.	75	8,12	7
-------	-------	--------	----	------	---

(soit environ 518 millions de F)

D) Pour mémoire : obligations émises sur le marché international et cotées à Paris :

● En eurofrancs

87-37	23/02	Crédit Foncier de France	1 000	T.R.B. (1)	7
156	01/06	Bank of Tokyo	400	T.M.B.	4,7
269	06/07	C.E.E.	483,13	8,75	8,7
282	/07	République du Portugal	700,35	(5)	8
308	24/08	Tunnel sous le Mont Blanc	300	(5)	10
376	/10	République de Finlande	700	(5)	7
377	19/10	Solvay	506,87	10,5	5

● En ECU

87-220	05/06	Région Rhône Alpes	50		7
--------	-------	--------------------	----	--	---

(soit environ 347 millions de F)

(1) Coupon trimestriel assorti d'un taux d'intérêt trimestriel révisable en fonction du T.M.B. Emprunt assorti de warrants donnant le droit de procéder à un échange contre des obligations à taux fixe (8,25 %) ou d'en acquérir.

(2) Coupon versé tous les trois ans.

(3) Emprunt à intérêt payable semestriellement.

(4) Taux révisable et intérêt trimestriel référencé sur le T.I.O.P. à 3 mois, le T.I.O.P. étant le taux interbancaire offert à Paris en francs français à 3 mois (ou Pibor).

(5) Taux d'intérêt variable en fonction du taux à 3 mois offert sur les dépôts en euro-francs sur le marché interbancaire international.

ANNEXE V

La Bourse en 1987

LE MARCHÉ BOURSIER FRANÇAIS

En 1987, l'activité des bourses françaises a été caractérisée par un sensible accroissement du volume des transactions et par une évolution des cours très contrastée.

Les transactions réalisées sur l'ensemble des bourses (Paris et Province), des marchés (cote officielle, second marché et hors-cote) et des valeurs ont augmenté de 43,7 % passant de 2 150,4 milliards en 1986 à 3 089,7 milliards en 1987.

La Bourse de Paris sur laquelle se sont concentrées 97,5 % des négociations a connu une progression de + 43,8 %. La croissance des bourses régionales dont l'activité s'est établie à 78,1 milliards de francs (+ 40,4 % par rapport à 1986) a aussi été rapide.

Si la part des transactions sur obligations demeure prépondérante (2 482,1 milliards de francs soit 80,3 % des échanges), elle est restée stable par rapport à l'année 1986. La progression du volume des négociations a ainsi été sensiblement du même ordre sur les actions (36,3 %) et les obligations (+ 44,5 %).

Le volume d'affaires a plus augmenté sur les actions étrangères (+ 63,0 %) que sur les seules actions françaises (+ 34,2 %) par rapport à l'année précédente.

L'activité sur le second marché a, elle aussi, beaucoup progressé (+ 92 %).

L'indice C.A.C. des cours des actions françaises a légèrement augmenté au cours des neuf premiers mois de l'année (+ 3,2 %, avec un point le plus haut à 460,4, le 26 mars) avant de connaître une chute brutale de 24,1 % en octobre. Sur l'ensemble de l'année l'indice aura baissé de 29,4 %, passant de 397,8, le 31 décembre 1986 à 280,7, le 31 décembre 1987. La capitalisation boursière totale des actions françaises (cote officielle et second marché) a, quant à elle, diminué de 15,9 % en passant de 1 151,3 milliards de francs fin 1986 à 967,7 milliards de francs fin 1987.

A. — LA BOURSE DE PARIS

1° Évolution des actions (cf. tableaux I, II, III, VI, VII)

a) La cote officielle

Le cours des actions françaises, qui a baissé de 29,4 %, en 1987, est revenu à un niveau proche de celui observé au début de l'année 1986. L'indice a néanmoins été multiplié par 2,8 entre fin décembre 1981 et fin décembre 1987.

Ce recul s'inscrit dans le cadre de la chute des cours, particulièrement brutale en Europe continentale, observé sur la plupart des bourses mondiales au dernier trimestre de l'année. La capitalisation des actions françaises inscrites à la cote officielle s'élevait, au 31 décembre 1987, à 830,8 milliards de francs sur un total de 855,8 milliards de francs pour l'ensemble des bourses françaises. Les transactions sur actions ont augmenté de 33,7 %, passant de 357 milliards de francs en 1986 à 477,4 milliards de francs en 1987.

L'indice I.N.S.E.E. des actions étrangères a moins diminué (- 7,8 %) que celui des actions françaises.

BOURSE DE PARIS (actions françaises — cote officielle)	1985	1986	1987
Indice C.A.C. fin décembre (base 100 le 29 décembre 1981).....	265,8	397,8	280,7
Capitalisation à fin décembre (en milliards de francs).....	598	990,3	830,8
Transactions (en milliards de francs).....	131,8	357	477,4
Source : Statistiques mensuelles de la Bourse de Paris.			

b) Le second marché

Le développement du second marché s'est poursuivi en 1987. A Paris, 56 nouvelles introductions ont eu lieu au cours de l'année. La capitalisation de ce marché s'élevait à 98,4 milliards de francs au 31 décembre 1987, soit 11,8 % de la capitalisation des actions françaises inscrites à la cote officielle à Paris (contre 11,5 % l'année précédente).

ACTIONS FRANÇAISES DU SECOND MARCHÉ (PARIS)	1985	1986	1987
Nombre de sociétés.....	80	117	169
dont : nouvelles introductions.....	(34)	(58)	(56)
Capitalisation au 31-12 (en milliards de francs).....	52	113,9	98,4
Volume des transactions (en milliards de francs).....	10,3	29,7	55,3

2° Évolution des obligations et des titres participatifs (cf. tableaux I, II, III, VIII)

Le mouvement de hausse des taux amorcé à la fin de l'année 1986 s'est poursuivi en 1987.

La capitalisation obligatoire s'est accrue de 3,6 % en 1987 et se monte à 1 941,6 milliards de francs à Paris. Le volume des transactions a atteint 2 426,6 milliards de francs (+ 45 %).

Taux de rendement actuariel des obligations françaises

	DÉCEMBRE 1986	DÉCEMBRE 1987	ÉCART	VARIATION (en %)
A l'émission (date du règlement) (a) :				
• Secteur public	8,89	9,94	+ 1,05	+ 11,8
• Secteur privé	9,39	10,09	+ 0,70	+ 7,5
Sur le marché secondaire (b) :				
• Secteur public à long terme, emprunteurs nationaux	9,80	10,56	+ 0,76	+ 7,8
• Secteur privé, première signature...	9,94	10,94	+ 1	+ 10,1
(a) Source : I.N.S.E.E.				
(b) Source : Caisse de dépôts et consignations.				

Capitalisation boursière des obligations françaises cotées à la Bourse de Paris

(Milliards de francs : fraction courue du coupon comprise)

	1986	RÉPARTITION en %	1987	RÉPARTITION en %
Fonds d'État	596,7	31,9	615,7	31,7
Secteur public et semi-public	944,6	50,5	971,4	50
Secteur privé	329,3	17,6	354,5	18,3
TOTAL	1 870,6	100	1 941,6	100
Source : Chambre syndicale de la Compagnie des agents de change.				

B. — LES BOURSES RÉGIONALES (cf. tableaux IV, V, VI)

L'activité des bourses régionales a progressé de 40,4 % en 1987. Les transactions sur actions ont augmenté plus rapidement (+ 60,7 %) que celles sur obligations (+ 26,7 %), mais ces dernières sont restées prépondérantes, avec 71 % du total des échanges.

Indices des cours des actions cotées sur les bourses régionales

	1986	1987	%
Bordeaux (base 100 — fin 1981)	344	267,73	- 22,2
Lille (base 100 — fin 1976).....	342,9	277,2	- 19,2
Lyon (base 100 — fin 1970).....	914	588,86	- 35,6
Marseille (base 100 — fin 1981) (y compris le second marché).....	289,7	274,51	- 5,2
Nancy (base 100 — fin 1983).....	369,5	269,9	- 27
Nantes (base 100 — fin 1981)	259,5	255,68	- 1,5
Indice des bourses régionales (base 100 — fin 1981) .	309,8	255,1	- 17,7
Pour mémoire : Paris (C.A.C.) (base 100 — fin 1981)	397,8	280,7	29,4

Source : Bourses régionales et Chambre syndicale de la Compagnie des agents de change.

Comparaison entre le volume des transactions des bourses régionales et de la Bourse de Paris

Rapport $\frac{\text{Bourses régionales}}{\text{Bourse de Paris}}$	1986		1987	
	Rapports (milliards de F)	%	Rapports (milliards de F)	%
<i>Cote officielle</i>				
Actions françaises	$\frac{7}{357}$	1,96	$\frac{11,3}{477,4}$	2,37
Obligations et titres participatifs	$\frac{43,8}{1\ 672,9}$	2,61	$\frac{55,5}{2\ 425,4}$	2,29
Total valeurs françaises	$\frac{50,8}{2\ 029,9}$	2,5	$\frac{66,8}{2\ 902,8}$	2,30
<i>Second marché</i>	$\frac{3,86}{29,67}$	13	$\frac{9,1}{55,3}$	16,46

Source : Chambre syndicale de la Compagnie des agents de change.

Répartition des transactions sur les bourses régionales (en pourcentage)

	1986	1987
Bordeaux.....	6,6	7,6
Lille	10,6	15,8
Lyon	61,3	51,6
Marseille	8,4	9,8
Nancy	7,4	9,6
Nantes.....	5,7	5,6
TOTAL.....	100	100

Source : Chambre syndicale de la Compagnie des agents de change.

C. — LES BOURSES ÉTRANGÈRES

Bien qu'elles doivent être interprétées avec précaution (1) les données concernant les bourses étrangères mettent en évidence, à des degrés divers, les effets de la chute des cours du dernier trimestre 1987.

Plusieurs places ont toutefois enregistré, sur l'ensemble de l'année, une progression : Londres (+ 4,9 %), New York (+ 2,3 %), Tokyo (+ 10,4 %), Toronto (+ 3,1 %).

*Données relatives à l'évolution
des principales bourses étrangères*
(évolution des indices de cours)

	FIN DÉCEMBRE		VARIATION en % 1987/1986
	1986	1987	
Londres (Financial Times Ordinary) (base 100 : 10 avril 1962).....	1 308,6	1 373,3	+ 4,9
New York Stock Exchange (Dow Jones Industrials) (base 100 : 3 octobre 1931).....	1 895,95	1 938,83	+ 2,3
R.F.A. (Commerzbank) (base 100 : décembre 1953).....	2 046,4	1 299,7	- 36,5
Zurich (S.B.S.) (base 100 : 28 décembre 1958).....	677,6	474,4	- 30
Bruxelles (base 100 : 1 ^{er} janvier 1984).....	4 095,6	3 653,5	- 10,8
Tokyo (T.S.E. Stock Price index) (base 100 : 4 janvier 1968).....	1 562,55	1 725,83	+ 10,4
Amsterdam (base 100 : 1970).....	273,2	160,4	- 41,3
Toronto (Composite) (base 1 000 : 1975).....	3 066,2	3 160,1	+ 3,1
Milan (indice M.I.B.) (base 100 : 2 janvier 1975).....	722	487,99	- 33,1
Sydney (indice global Australie).....	1 473,10	1 311,2	- 11
Pour mémoire : Paris (indice C.A.C.) (base 100 : 31 décembre 1981).....	397,8	280,7	- 29,4

(1) Les méthodes de calcul de la capitalisation boursière et du volume des transactions diffèrent en effet souvent d'une place à l'autre. D'autre part, les variations des parités monétaires jouent un rôle non négligeable dans l'évaluation qui est faite de la capitalisation boursière. Toutefois, les données restant homogènes bourse par bourse, en terme de monnaie nationale, les chiffres fournis conservent leur valeur en ce qui concerne l'analyse de l'évolution de chacune des bourses et restent indicatifs pour l'évolution générale.

Capitalisations boursières et transactions

	CAPITALISATIONS BOURSIÈRES (1)			
	Fin décembre 1986		Fin décembre 1987	
	Monnaie nationale (milliards)	Francs (milliards)	Monnaie nationale (milliards)	Francs (milliards)
New York Stock Exchange	2 128,5	13 926,1	2 216	12 272
Tokyo	285 471	11 503,6	336 707	14 748
Royaume-Uni	320,7	3 011,4	363,2	3 648,7
R.F.A.	480,2	1 473,2	325,7	1 104,8
Toronto	255	1 270,7	284,9	1 206
American Stock Exchange			92,2	529,7
Paris	990,3	990,3	830,8	830,8
Zurich	208,8	816,6	165,8	695,0
Amsterdam	183,5	533,1	154,8	466,5
Bruxelles	1 508	237,9	1 381	223,3
Milan	190 914	858,2	140 721	667
Madrid	6 477	314,7	7 748	384,8

(1) Capitalisation boursière en fin d'année des actions nationales. Le taux de conversion retenu est le cours de change contre FF à fin d'année.

	VOLUME DES TRANSACTIONS (1)			
	1986		1987	
	Monnaie nationale (milliards)	Francs (milliards)	Monnaie nationale (milliards)	Francs (milliards)
New York Stock Exchange (2)	1 374,3	9 518,9	1 873,7	11 300
Tokyo	159 836	6 594	250 737	10 354
Royaume-Uni	90,6	920,3	193,3	1 901,9
R.F.A. (2)	327,7	1 045,8	840,8	2 839,2
Toronto (2)	63,6	316,9	100,7	456,2
American Stock Exchange (2)			53,2	319,8
Paris	357	357	477,4	477,4
Amsterdam	143,3	416,3	158,4	470,2
Bruxelles	194	30,1	267	43
Milan	66 571	312,9	41 967	194,6
Madrid	1 757,2	86,8	3 696	180

(1) Le taux de conversion retenu est la moyenne mensuelle publiée par l'I.N.S.E.E.
(2) Le volume des transactions comprend les transactions sur valeurs étrangères.

TABLEAU I

Variation des cours de 1978 à 1987

	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Actions françaises (indice C.A.C. Base 100 le 31 décembre 1981) :										
Fin d'année.....	97,4	113,9	124,2	100	100,2	156,7	182,4	265,8	397,8	280,7
	Octobre	Octobre	Novembre	Mars	Mai	Décembre	Octobre	Décembre	Décembre	Mars
Plus haut.....	103,2	125,8	134	123,8	111,6	156,7	183	265,8	414,3	460,4
	Février	Février	Janvier	Juin	Août	Janvier	Janvier	Janvier	Janvier	Décembre
Plus bas.....	60	91,4	107,7	85,3	93,9	96,1	155,6	180,9	267,8	270,3
Obligations françaises (fin d'année) (1) :										
Emprunts garantis et assimilés.....	98,6	92,9	89	83,5	87,8	92,6	96,3	101,1	105,5	101,9
Secteur concurrentiel.....	110,1	102,1	96,3	88,7	95	101,2	105,7	110,6	115,8	110,9
Valeurs étrangères (2)										
Fin d'année.....	100,9	141	173,3	232,3	322,8	495,8	427,5	422,8	474,2	450,5
(1) et (2) Indices I.N.S.E.E. (base 100 au 29 décembre 1972).										

TABLEAU II

Répartition annuelle des transactions de 1978 à 1987.
Bourse de Paris : valeurs françaises, étrangères et zone franc

(Montants en milliards de francs)

	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Transactions totales (1)	85,2	96,1	121,7	149,7	216,8	321,3	503,9	883,8	2 094,8	3 011,6
Variation annuelle (en pourcentage)	+ 76,8	+ 12,8	+ 26,6	+ 23	+ 44,8	+ 48,2	+ 56,8	+ 75,4	+ 137	+ 43,8
Répartition :										
<i>Suivant la nature des marchés :</i>										
Règlement mensuel (terme avant 1983) *	32	33,8	43,1	46,4	42,5	89,6 *	82,5	130,8	322,4	453,9
(En pourcentage)	37,6	35,2	35,4	31	19,6	27,9	16,4	14,8	15,4	15,1
Comptant	53,2	62,3	78,6	103,3	174,3	231,7 *	421,4	753	1 770,7	2 557,7
(En pourcentage)	62,4	64,8	64,6	69	80,4	72,1	83,6	85,2	84,6	84,9
<i>Suivant la nature des titres :</i>										
Actions	46,5	47,3	58,5	65,9	65,5	99,5	94,2	166,1	421,3	585
(En pourcentage)	54,6	49,2	48,1	44	30,2	31 *	18,7	18,8	20,1	19,4
Obligations et titres participatifs	38,7	48,8	63,2	83,8	151,3	221,8	409,7	717,7	1 673,5	2 426,6
(En pourcentage)	45,4	50,8	51,9	56	69,8	69	81,3	81,2	79,9	80,1
<i>Suivant les pays d'origine :</i>										
Valeurs françaises	79	88	107,9	131	199	287,3	482	863	2 066,9	2 966,8
(En pourcentage)	92,7	91,6	88,7	87,5	92,2	89,4	95,6	97,6	98,7	98,5
Valeurs étrangères	6,2	8,1	13,8	18,7	17,8	34	21,9	20,8	27,9	44,8

(1) Cote officielle, second marché et hors-cote.

* Pour la période de 1983 antérieure au 24 octobre, date de la mise en place du marché à règlement mensuel, les capitaux échangés sur le marché du comptant du terme ont été groupés avec ceux échangés sur le marché du terme. Pour permettre une comparaison, les transactions terme et comptant du terme avaient atteint 64,3 milliards de francs en 1982.

Source : Compagnie des agents de change.

TABLEAU III

Volume des transactions en valeurs françaises à la Bourse de Paris

(En milliards de francs)

	1985					1986					1987				
	TRIMESTRES				TOTAL de l'année	TRIMESTRES				TOTAL de l'année	TRIMESTRES				TOTAL de l'année
	Premier	Deuxième	Troisième	Quatrième		Premier	Deuxième	Troisième	Quatrième		Premier	Deuxième	Troisième	Quatrième	
Actions françaises	26,7	29,1	25,9	50,1	131,8	82,9	100,5	84,4	89,2	357	129,6	111,1	111,4	125,3	477,4
Obligations françaises et titres participatifs	140,5	150,5	160,6	266	717,6	341,4	422	380,8	528,7	1 672,9	545,4	551,6	600,3	728,1	2 425,4

Source : Statistiques mensuelles de la Bourse de Paris.

TABLEAU IV
Volume des transactions réalisées sur les bourses régionales

(En millions de francs)

	COTE OFFICIELLE												SECOND MARCHÉ			HORS-COTE			TOTAL		
	Actions			Obligations			Titres participatifs			Ensemble											
	1986	1987	%	1986	1987	%	1986	1987	%	1986	1987	%	1986	1987	%	1986	1987	%	1986	1987	%
Bordeaux	1 128	864	- 23	2 292	4 226	+ 84	-	-	-	3 418	5 174	+ 51	119	577	+ 385	118	279	+ 136	3 657	5 946	+ 63
Lille	256	334	+ 31	4 932	10 323	+ 109	-	28	-	5 189	10 685	+ 106	234	874	+ 274	478	790	+ 65	5 900	12 349	+ 109
Lyon	3 572	5 850	+ 64	25 379	26 688	+ 5	2 007	1 090	- 46	30 957	33 628	+ 9	3 056	6 433	+ 111	96	219	+ 128	34 110	40 280	+ 18
Marseille	754	1 851	+ 146	3 752	5 394	+ 44	53	78	+ 47	4 559	7 323	+ 61	84	67	- 20	48	248	+ 417	4 692	7 638	+ 63
Nancy	1 122	1 866	+ 66	2 635	4 396	+ 67	-	-	-	3 757	6 262	+ 67	221	740	+ 235	137	524	+ 282	4 116	7 526	+ 78
Nantes	196	530	+ 170	2 792	3 270	+ 17	-	41	-	2 983	3 841	+ 29	143	408	+ 185	32	151	+ 372	3 163	4 400	+ 182
Total	7 028	11 295	+ 61	41 782	54 296	+ 30	2 060	1 238	- 40	50 863	66 829	+ 31	3 857	9 099	+ 136	909	2 211	+ 143	55 638	78 139	+ 40,4
Source : Chambre syndicale de la Compagnie des agents de change.																					

TABLEAU V

Capitalisation boursière des bourses régionales en fin d'année 1987

Actions de la cote officielle (en millions de francs)	Cote officielle		Second marché	
	1986	1987	1986	1987
Bordeaux	3 274	2 578	572	796
Lille.....	3 325	2 694	1 569	1 854
Lyon.....	13 505	9 023	11 068	8 137
Marseille.....	2 710	2 776	329	137
Nancy.....	5 795	6 635	1 973	1 719
Nantes	1 275	1 288	711	835
Total.....	30 884	24 988	16 222	13 478
Obligations et titres participatifs (en millions de francs) (1)	1986		1987	
Bordeaux	9 353		9 228	
Lille.....	10 752		14 668	
Lyon.....	57 725		52 420	
Marseille.....	14 628		14 264	
Nancy.....	12 208		11 269	
Nantes	6 334		6 019	
Total.....	103 466		107 868	
(1) Fraction du coupon incluse.				
Source : Chambre syndicale de la Compagnie des agents de change.				

TABLEAU VI

Les actions françaises au 31 décembre 1987

	Cote officielle	Second marché	Total
Nombre de sociétés			
— Bourse de Paris.....	481	169	650
— Bourses régionales.....	152	89	241
Total.....	633	258 *	891
Volume des transactions (en milliards de francs) :			
— Bourse de Paris.....	522,1	55,3	577,4
— Bourses régionales.....	11,3	9,1	20,4
Total.....	533,4	64,4	597,8
Capitalisation boursière (en milliards de francs) :			
— Bourse de Paris.....	830,8	96,6	929,2
— Bourses régionales.....	25	13,5	38,5
Total.....	855,8	110,1 *	967,7
* Non compris les obligations convertibles de la C.F.P.I. et de Frankoparis.			

TABLEAU VII
Masse des dividendes versés
(Paris et Province)

(En millions de francs)

Année	SANS AVOIR fiscal	AVEC AVOIR fiscal	Taux de croissance (avoir fiscal compris)
1977	6 725	9 545	+ 6,2
1978	7 661	10 828	+ 13,4
1979	8 720	12 403	+ 14,5
1980	10 709	15 183	+ 22,4
1981	12 546	17 896	+ 17,9
1982	11 313	15 895	- 11,2 (1)
1983	11 141	15 544	- 2,2
1984	12 480	17 423	+ 12,1
1985	13 545	18 923	+ 8,60
1986	15 654	21 871	+ 15,6
1987	20 240	28 649	+ 31

(1) Cette diminution résulte essentiellement de la radiation des titres des sociétés nationalisées par la loi du 11 février 1982.

TABLEAU VIII
Évolution des cours et des taux de rendement moyen des obligations
sur le marché secondaire en 1986

Fin de mois 1986	Indice général des valeurs françaises à revenu fixe (base 100 au 31.12.1986)		Taux de rendement	
	Emprunts garantis et assimilés)	Secteur concurrentiel	Secteur public (à long terme (emprunteurs nationaux)	Secteur privé (1 ^{er} signature)
JANVIER	101	100,1	9,54	9,92
FÉVRIER	99,9	99,2	9,84	10,06
MARS	101,2	100	9,42	9,79
AVRIL	101,4	100,3	9,51	9,82
MAI	100,1	97,7	9,86	10,05
JUIN	98,4	98,2	10,40	10,38
JUILLET	97,9	97,6	10,39	10,37
AOUT	96,7	96,8	10,60	10,77
SEPTEMBRE	96	96	11,06	11,07
OCTOBRE	93,7	93,6	10,95	11,28
NOVEMBRE	96,1	95	10,46	10,96
DÉCEMBRE	96,6	95,8	10,56	10,94

Source : Bulletin mensuel I.N.S.E.E.

ANNEXE VI

Les opérations financières intéressant les sociétés cotées

Au cours de l'année 1987, la capitalisation boursière des actions des sociétés françaises inscrites à la cote officielle et à celle du second marché a baissé de 15,9 %, passant de 1 151,3 milliards de francs à 967,7 milliards de francs.

Cette évolution reflète évidemment la baisse des cours puisque l'indice CAC a connu une chute de 29,5 % au cours de l'année.

Cette baisse a été partiellement compensée par les inscriptions à la cote officielle ou à celle du second marché des titres des sociétés privatisées et d'autres sociétés (cf. annexe VII) et par les augmentations de capital en numéraire ayant eu lieu en 1987, notamment par émissions classiques d'actions qui ont atteint 38,3 milliards de francs dont :

- 33,3 sur la cote officielle ;
- 5,1 au second marché.

On trouvera par ailleurs, ci-après, une récapitulation des différentes opérations de rapprochement ayant concerné au moins une société cotée (fusion, apports partiels d'actifs, offres publiques d'achat et d'échange, cessions de blocs de contrôle) dont certaines ont pu avoir une incidence sur l'évolution de la capitalisation boursière.

TABLEAU I

Ensemble des opérations de rapprochement

	FUSIONS	A.P.A. (1)	TOTAL	O.P.A.	O.P.E.	O.P.A./E (2)	TOTAL offres publiques	TOTAL apports et offres	BLOCS de contrôle (3)	TOTAL général
1979.....	36	12	48	(4) 9		1	10	58	10	68
1980.....	40	14	54	(5) 8	(5) 6	—	14	68	12	80
1981.....	28	7	35	(6) 7	(6) 1	—	8	43	10	53
1982.....	21	3	24		(7) 5	—	5	29	10	39
1983.....	28	7	35	(8) 5	3	—	8	43	13	56
1984.....	25	6	31	(9) 2	(9) 1	—	3	34	18	52
1985.....	28	13	41	(10) 9	2	—	11	52	13	65
1986.....	20	8	28	6	5	1	12	40	19	59
1987.....	31	9	40	(12) 2	(13) 7	1	10	50	35 (11)	85

(1) Apports partiels d'actifs.

(2) Offre alternative d'achat ou d'échange.

(3) Cessions de blocs de contrôle suivies d'un maintien de cours qui ont abouti au changement de contrôle et, parfois, à la fermeture d'une société inscrite à la cote officielle.

(4) Dont une O.P.A. simplifiée.

(5) Dont trois O.P.A. et deux O.P.E. simplifiées. En 1980, dix offres publiques ont été présentées selon la procédure normale mais l'une d'entre elles a eu une suite négative, elle n'est donc pas comptée ici.

(6) Dont cinq O.P.A. et une O.P.E. simplifiée.

(7) En 1982, six O.P.E. ont été présentées selon la procédure normale mais l'une d'entre elles qui a eu une suite négative n'est pas comptabilisée.

(8) Dont une O.P.A. selon la procédure normale et quatre selon la procédure simplifiée.

(9) Selon la procédure simplifiée.

(10) Dont deux O.P.A. simplifiées.

(11) Dont huit par cessions hors bourse.

(12) Cinq OPA, dont trois sans suite non comptabilisées ici.

(13) Huit OPE, dont une sans suite non comptabilisée ici, et deux OPE simplifiées.

TABLEAU II

Répartition des fusions par secteur d'activité de la société absorbante

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Activités industrielles.....	25	14	15	18	15	10	5	24
Services (1).....	3	9	3	6	7	9	9	7
Sociétés financières.....	12	5	3	4	3	9	6	9
Ensemble.....	40	28	21	28	25	28	20	40

(1) Y compris les sociétés de transport, de distribution et les sociétés immobilières.

TABLEAU III

Opérations de fusions et d'apports auxquelles ont participé les sociétés inscrites à la cote officielle en 1987

SOCIÉTÉ bénéficiaire	APPORTEUR	APPORT	NATURE de l'opération	MONTANT net des apports en millions de francs	DATE de l'A.G.E.	NOMBRE d'actions nouvelles
B.S.N.	Générale Biscuit	Apport de titres Sogépoque			12.2.87	300 000
Omnium de Gestion et Fi- nancement (O.G.F.)	Société Lyonnaise des Eaux	Apport partiel d'actifs		63 600 000	02.03.87	135 365
Carrefour		Fusion de Sociétés	Absorption des sociétés G.S.D. (Grandes Surfa- ces et Distribution) et S.P.E.P.C. (Petit Élevage et de petites cultures)		21.04.87	7
La Henin		Apport de titres Crédit Foncier et Immobilier		31 458 000	04.05.87	64 200
Précision Mécanique Labi- nal		Apports de titres Turbo- méca			02.06.87	647 761
Docks de France			Absorption de la Société No- vex	73 000 000	04.06.87	30 965
B.S.N.	L'immobilière Marseillaise et France Vie	Apport des titres de la Société Cofinda	Absorption de Sogim et Co- pab Fluxing	2 106 100	02.06.87	Création de 337 791 ac- tions B.S.N.; annulation de 137 740 actions dé- tenues par Sogim, soit 200 051 ac- tions nou- velles

TABLEAU III (suite)

Opérations de fusions et d'apports auxquelles ont participé les sociétés inscrites à la cote officielle en 1987

SOCIÉTÉ bénéficiaire	APPORTEUR	APPORT	NATURE de l'opération	MONTANT net des apports en millions de francs	DATE de l'A.G.E.	NOMBRE d'actions nouvelles
EUROCOM		Fusion	Absorption fusion de la Soc. Immob. de la rue de l'Église de la Cogème et Vienne Investissement	48 853 000	12.06.87	7 600
Gascogne S.A.		Apport de titres Sopal		5 390 000	15.06.87	12 250
Thomson C.S.F.	CIMSA SINTRA	Apport de titres	Absorption de CIMSA SINTRA	77 144 594	15.06.87	7 373
Merlin Gerin	Renault du Tomation	Apport de titres de la société April		253 000 000	20.06.87	105 000
SOFICAL	UNIPAR et S.N.C.M.	Apport de titres des manufactures Africaines		69 090 000	22.06.87	78 602
Primagaz	Mobil oil française	Apports partiels d'actifs		75 000 000	23.06.87	127 266
Saint Louis	Entrepôts de	Fusion	Restructuration	43 761 912	23.06.87	71 031
Compagnie de St Gobain	Soc. vidreras Espagnolas Vicasa S.A.	Apport de titres	Apport de 17,07 % du capital de la Soc. Vicasa		25.06.87	319 572
Ligine aciéries de Châtillon Geugnon	Usinor Châtillon	Fusion	Absorption d'une société	516 353 000	30.06.87	5 740 875

TABLEAU III (suite)

Opérations de fusions et d'apports auxquelles ont participé les sociétés inscrites à la cote officielle en 1987

SOCIÉTÉ bénéficiaire	APPORTEUR	APPORT	NATURE de l'opération	MONTANT net des apports en millions de francs	DATE de l'A.G.E.	NOMBRE d'actions nouvelles
Sanofi	Elf Aquitaine	Apport de titres Sanofi Elf Aquitaine			10.07.87	824 981
La Cachonique	S.F.P.E.	Fusion	Absorption d'une société		21.07.87	88 320
Chaussures André	C.U.U.F.	Fusion			23.07.87	54
Société Hôtelière Lutetion canarde	Grand Hôtel des Ambassadeurs	Fusion		40 000 000	30.07.87	20 000
Fichet Bauchet	Brink's France Comptoir industriel et financier	Apport d'actions	Apport de 87,9 % du capital de la Soc. Comptoir industriel et financier. Apport de 61,9 % du capital de la Soc. Brink's France	65 999 000	17.08.81	118 885
Vitor ets Vitoux	AFID	Apports de titres SAFIT			31.08.87	61 247
Moet Henessy		Fusion	Apport fusion Louis Vuitton	4 740 000 000	02.09.87	2 989 110
Veuve Cliquot		Apport des actifs Louis Vuitton		233 282 322	02.09.87	1 550 000
Alimentation de Provence	C.A.C.B.A.	Apport de titres commun de Sauveterre		3 350 160	15.09.87	33 488
Skis Rossignol	Société Rossignol Production	Fusion	Absorption d'une filiale détenue à 99,98 %	20 960 107	18.09.87	2
Compagnie de Compagnie mixte	Le Monde S.A.	Fusion	Absorption d'une filiale détenue à 12 %	202 651 016	21.09.87	577 500
Locafrance		Apport d'action Immo-banque et Locamus Sofigros			25.09.87	

TABLEAU III (suite)

Opérations de fusions et d'apports auxquelles ont participé les sociétés inscrites à la cote officielle en 1987

SOCIÉTÉ bénéficiaire	APPORTEUR	APPORT	NATURE de l'opération	MONTANT net des apports en millions de francs	DATE de l'A.G.E.	NOMBRE d'actions nouvelles
Compagnie financière des Ferrailles	CEGAP	Apport de biens immobiliers			30.09.87	
Compagnie industrielle et Financière de Saulhes	Châtillon	Fusion	Absorption d'une société n'étant pas détenue auparavant	598 240 351	30.09.87	6 966 933
Saeger	Veglia Cyclam M.M.V. D.A.V. Equipement	Fusion			08.10.87	672 073
Vatro	S.G.V. et F.E.A.	Fusion	Absorption de filiales	763 271	16.10.87	1 737 843
Société chimique de la Grande Paroisse	C.O.F.C.M.I.M.I.E.A.Z.F.	Apport d'un panel industriel			29.10.87	
Saint Louis	Pechelbronn Préservatrice famille TIARO Préservatrice famille Vie	Apport de titres B.S.N.		559 306 800	11.12.87	603 462
Club Méditerranée	Immobilière de la	Apport de titres			14.12.87	91 998
B.S.N.	I.F.I.L. S.P.A. Soc. Rogin-vert	Apport de titres Fusion	Absorption		16.12.87	220 202
Société industrielle et Financière Montupet	Fonderie Montupet		Absorption		18.12.87	
Protectrice Vie	Allianz le bensversicherungs	Apport d'une succursale			18.12.87	
Via Assurances I.A.R.O.	Europe	Fusion	Absorption		21.12.87	

TABLEAU III (suite)

Opérations de fusions et d'apports auxquelles ont participé les sociétés inscrites à la cote officielle en 1987

SOCIÉTÉ bénéficiaire	APPORTEUR	APPORT	NATURE de l'opération	MONTANT net des apports en millions de francs	DATE de l'A.G.E.	NOMBRE d'actions nouvelles
M.O.R.S.		Apport partiel d'actifs Techniphone et A.P.R. composants			22.12.87	
Société Française des Nou- velles Galeries	Galerie de Paris Grands magasins Magnard S.A.L. Magnard Alimen- tation	Fusion	Absorption		26.11.87	1 377
Aciers et Outillage Peugeot	Cycle Peugeot	Fusion	Absorption		30.11.87	423 000
Ricqlès ZAN	Haribo France	Fusion			30.11.87	
Cedis	Samedi Soç. commerciale et sau- vager	Fusion			30.11.87	
Poclain	SICASESK CASE France CASE Tracteurs construc- tion mécanique de				30.11.87	
Fives Lille	S.E.R.E. et S.P.C.	Fusion			03.12.87	2 267
Promodes	Labruyère	Fusion	Absorption		09.12.87	
Financière Robur	Film CIRE Film Corona Silves film	Fusion	Absorption		23.12.87	548 000
LUCIA		Fusion	Absorption de l'Institut Français d'Étude et de Re- cherche		29.12.87	

TABLEAU IV

Opérations de fusions et d'apports concernant des sociétés du second marché en 1987

SOCIÉTÉ bénéficiaire	APPORTEUR	APPORT	NATURE de l'opération	MONTANT net des apports en millions de francs	DATE de l'A.G.E.	NOMBRE d'actions nouvelles
Bolloré technologie	JOB	Apport partiel d'actifs	Réorganisation du groupe	42,63	22.06.87	32 794
Frankel	Dynaction	Fusion	Absorption constituant une restructuration interne	74,59	30.06.87	570 000
C.G.I. Informatique	C.R.Z.A.	Apport d'actions	Apport de 99,99 % des actions de la Soc. C.R.Z.A.	16,52	31.08.87	200 000
INTRAFOR	S.A. Desquenne et Gival	Apport partiel d'actifs	Absorption de Solcompact Menard et de Intrafor cofor international	43,29	23.09.87	219 926
Michel Thierry	Holtex	Apport partiel d'actifs		55,76	25.09.87	66 640
Banque de Picardie	Banque Mercier	Fusion	Absorption d'une autre banque		30.10.87	25 000
Teleplastics Industrie	Techpack	Fusion	Absorption d'une société détenue à 84 %	61,64	30.12.87	1 560 650
Présence Assurances	- Le Secours S.A. - La Providence - Nogefi	Fusion	Absorption de sociétés	1 110,452	30.12.87	732 674
CATTEAU	- Set Bofor - Cardinal et Cie - Ets français - CE.MI.AL.CMT - Sodegro - Ets Janine et Michel	Fusion	Absorption de sociétés		31.12.87	
GOSPORT	- Sodas - Sport Sud - S.N.S. - S.O.S.L.	Fusion	Restructuration interne et concentration économique	56,104	22.12.87	542 900
C.E.P. Communication	Larousse Nathan	Apport en nature			15.05.87	

TABLEAU V
Offres publiques proposées en 1987 (procédure normale)

DATE de l'offre	SOCIÉTÉS dont les actions ont fait l'objet de l'offre	SOCIÉTÉS offrantes	BANQUIERS présentateurs	PRIX ou titres offerts	QUANTITÉS demandées	RÉSULTATS
24/03/87	<i>Applications hydrauliques d'investissements et d'entreprises</i> S.A. au capital de 160 000 000 F divisé en 1 600 000 actions de 100 F Cote officielle, Paris	Compagnie Générale des Eaux	Banque Nationale de Paris	5 actions Compagnie Générale des Eaux contre 8 actions Applications Hydrauliques	Toutes quantités d'actions portant jouissance 1 ^{er} juillet 1986 (1)	733 912 actions déposées (45,87 % du capital)
04/03/87	<i>Luchaire</i> S.A. au capital de 119 227 000 F divisé en 1 192 270 actions de 100 F Cote officielle, Paris	Épéda Bertrand-Faure	Banque Worms	1 action Épéda contre 4 actions Luchaire et 1 bon de souscription permettant de souscrire jusqu'au 31 décembre 1990 à une action Épéda au prix de 2 600 F contre 4 bons de souscription Luchaire	<ul style="list-style-type: none"> - 608 000 actions Luchaire au moins et - majoré du nombre de bons de souscription 730 400 titres au moins. L'initiateur se réserve la faculté de ne pas donner suite aux deux offres d'échange si l'une et l'autre de ces deux conditions ne sont pas remplies. Si ces conditions sont réalisées, les offres comporteront une suite positive, mais l'initiateur se réserve la faculté d'accepter toutes les actions et tous les bons de souscription, ou d'appliquer un coefficient de réduction unique, sans toutefois que le nombre d'actions acceptées soit inférieur à 608 000	<ul style="list-style-type: none"> - 1 079 040 actions et 156 096 bons de souscription déposés. Après avoir réduit les ordres d'échange en les répondant à 60 % l'initiateur de l'offre a accepté : <ul style="list-style-type: none"> - 649 429 actions (54,45 % du capital) et 93 979 bons de souscription

(1) Il est précisé que la Compagnie Générale des Eaux détenait déjà 793 147 actions Applications hydrauliques (49,58 % du capital).

TABLEAU V (suite)
Offres publiques proposées en 1987 (procédure normale)

DATE de l'offre	SOCIÉTÉS dont les actions ont fait l'objet de l'offre	SOCIÉTÉS offrantes	BANQUIERS présentateurs	PRIX ou titres offerts	QUANTITÉS demandées	RÉSULTATS
02/04/87	<i>Duffour et Igon</i> S.A. au capital de 13 310 000 F divisé en 133 100 actions de 100 F Cote officielle, Paris	Union Carbide France (filiale française de la société américaine)	Rothschild et Associés Banque	2 100 F par action	Toutes quantités d'actions sous la condition qu'un nombre minimal de 66 551 actions (soit 50,01 % du capital) soit proposé. Si le nombre d'actions présenté est inférieur à 66 551, l'initiateur de l'offre se réserve la faculté d'acquérir les titres proposés ou de ne pas donner suite à son opération	
06/04/87	<i>Duffour et Igon (suite)</i>	Carbuos métalicos (société espagnole)	Paribas	2 205 F par action	Toutes quantités d'actions (1)	
13/04/87	<i>Duffour et Igon (suite)</i>	Linde A.G. (société allemande)	Lazard Frères et Cie	2 585 F par action	Toutes quantités d'actions à condition qu'un nombre minimal de 66 551 actions (soit 50,01 % du capital) soit proposé. Si ce nombre n'est pas atteint, l'initiateur de l'offre se réserve la faculté d'acquérir les titres proposés ou de ne pas donner suite à son offre	Surenchère le 27 avril 1987

(1) Carbuos Métalicos détenait 20 041 actions Duffour et Igon (15,06 % du capital) et bénéficiait d'une promesse de vente de l'I.R.D.I. Midi Pyrénées portant sur 9 100 titres (6,84 % du capital).

TABLEAU V (suite)
Offres publiques proposées en 1987 (procédure normale)

DATE de l'offre	SOCIÉTÉS dont les actions ont fait l'objet de l'offre	SOCIÉTÉS offrantes	BANQUIERS présentateurs	PRIX ou titres offerts	QUANTITÉS demandées	RÉSULTATS
24/04/87	<i>Duffour et Igon (suite)</i>	A.G.A. Aktiebolag (société suédoise)	Banque Indosuez	3 500 F par action	Toutes quantités d'actions	Surenchère le 5 mai 1987
27/04/87	<i>Duffour et Igon (suite)</i>	Linde A.G.	Lazard Frères et Cie	3 750 F par action	Toutes quantités d'actions, quel que soit le nombre de titres présentés à l'offre	Surenchère le 25 mai 1987
05/05/87	<i>Duffour et Igon (suite)</i>	A.G.A. Aktiebolag	Banque Indosuez	4 000 F par action	Toutes quantités d'actions	Surenchère le 27 mai 1987
25/05/87	<i>Duffour et Igon (suite)</i>	Linde A.G.	Lazard Frères et Cie	4 200 F par action	Toutes quantités d'actions	
27/05/87	<i>Duffour et Igon (suite)</i>	A.G.A. Aktiebolag	Banque Indosuez	4 410 F par action ou pour tout ou partie des actions présentées à l'offre 1 obligation de 4 410 F nominal de la société Aga France (filiale à 99,96 % d'Aga Aktiebolag) pour une action Duffour et Igon Taux d'intérêt : 10 % Amortissement en 8 tranches annuelles sensiblement égales	Toutes quantités d'actions	Union Carbide et Linde A.G. ayant décidé les 10 et 15 juin 1987 de ne pas surenchérir, ont été échangées : - 72 744 actions présentées à l'O.P.A. et 23 839 actions présentées à l'O.P.E. soit, au total : 96 583 actions (72,56 % du capital) (1)

(1) Compte tenu des titres cédés par l'I.R.D.I. Midi Pyrénées et par Carbueros Metalicos, A.G.A. Aktiebolag est venue à détenir 117 975 actions (88,70 % du capital) et Carbueros Metalicos 12 391 actions (9,32 % du capital). La valeur a été radiée de la cote officielle le 13 janvier 1988.

TABLEAU V (suite)
Offres publiques proposées en 1987 (procédure normale)

DATE de l'offre	SOCIÉTÉS dont les actions ont fait l'objet de l'offre	SOCIÉTÉS offrantes	BANQUIERS présentateurs	PRIX ou titres offerts	QUANTITÉS demandées	RÉSULTATS
06/08/87	<i>Adolphe Lafont</i> S.A. au capital de 12 581 500 F divisé en 179 730 actions de 70 F Cote officielle, Lyon	Jallatte S.A. (filiale à 100 % de la société Chaussures André)	Société Lyonnaise de Banque	306 F par action	91 662 actions (51 % du capital) (1)	91 662 actions (51 % du capital) acquises
21/08/87	<i>Fichet Bauche</i> S.A. au capital de 65 153 850 F en voie d'être porté à 82 986 300 F, divisé en 553 242 actions de 150 F dont 434 359 sont cotées Cote officielle, Paris	Compagnie de navigation mixte	Via banque	1 action Compagnie Navigation Mixte et 1 soultte en espèces de 200 F contre 1 action Fichet Bauche	Toutes quantités d'actions	504 790 actions (91,24 % du capital) acquises
17/09/87	<i>Société centrale immobilière et foncière, S.O.C.I.F.</i> S.A. au capital de 14 821 525 F divisé en 592 861 actions de 25 F essentiellement nominatives Hors cote, Paris	Société immobilière hôtelière, S.I.H.	Banque Indosuez Banque Stern	Échange d'une action S.O.C.I.F. contre une action S.I.H. à émettre (2) ou achat au prix unitaire de 400 F l'action	Échange ou acquisition de toutes les actions présentées	562 377 actions échangées et 1 688 actions acquises soit, au total 564 065 actions (95,14 % du capital)
15/10/87	<i>Larivière</i> S.A. au capital de 16 123 040 F divisé en 100 769 actions de 160 F essentiellement nominatives Hors cote, Nantes	Ardoisières d'Angers	Crédit Lyonnais	7 actions Ardoisières d'Angers contre 2 actions Larivière	Toutes quantités d'actions (3)	76 914 actions Larivière acquises

(1) La société Textiles de Laval et du Vermandois, actionnaire à concurrence de 68 % du capital de la société Adolphe Lafont, a fait savoir qu'elle apporterait à l'offre le nombre de titres nécessaires pour que celle-ci comporte une suite positive.

(2) Les banques présentatrices ont indiqué qu'une demande d'inscription des actions S.I.H. existantes à la cote du Second Marché de Paris avait été présentée par les actionnaires dirigeants de la société.

(3) Il est précisé que la société Ardoisières d'Angers et ses filiales détenaient déjà 14 516 actions Larivière (14,40 % du capital).

TABLEAU V (suite)

Offres publiques proposées en 1987 (procédure normale)

DATE de l'offre	SOCIÉTÉS dont les actions ont fait l'objet de l'offre	SOCIÉTÉS offrantes	BANQUIERS présentateurs	PRIX ou titres offerts	QUANTITÉS demandées	RÉSULTATS
	<i>Société industrielle et commerciale de matériaux « Sicoma »</i> S.A. au capital de 12 853 600 F divisé en 64 268 actions de 200 F essentiellement nominatives Hors cote, Nantes	Ardoisières d'Angers	Crédit Lyonnais	3 actions Ardoisières d'Angers contre une action Sicoma	Toutes quantités d'actions (1)	49 516 actions Sicoma acquises
16/10/87	<i>C.C.M.C.</i> S.A. au capital de 40 212 333 F divisé en 638 291 actions de 63 F nominal Cote officielle, Lyon	C.E.G.I.D.	Banque Paribas Banque Pallas-France	3 actions C.E.G.I.D. à émettre, jouissance 1 ^{er} janvier 1987, et une soulte en espèces de 2 600 F, contre 4 actions C.C.M.C.	Toutes quantités d'actions, dans la limite de 350 000 (54,8 % du capital). Au delà de 350 000 actions, l'initiateur de l'offre se réserve la faculté soit d'accepter toutes les actions présentées à l'offre, soit de réduire proportionnellement en totalité ou en partie le nombre de titres supplémentaires présentés par chaque actionnaire	Surenchère le 10 novembre 1987
10/11/87	<i>C.C.M.C.</i> (suite)	C.E.G.I.D.	Banque Paribas Banque Pallas-France	1 action C.E.G.I.D. à émettre et une soulte en espèces de 650 F contre 1 action C.C.M.C.	Sans changement	93 431 actions acquises (14,64 % du capital) (2)

(1) Il est précisé que la société Ardoisières d'Angers et ses filiales détenaient déjà 7 199 actions Sicoma (11,20 % du capital).

(2) Il est rappelé que C.E.G.I.D. possédait déjà 76 184 actions C.C.M.C. (11,9 % du capital).

TABLEAU VI

Cessions de blocs de contrôle, suivies d'un maintien de cours, effectuées en 1987 et ayant concerné des sociétés inscrites à la cote officielle et au second marché

DATE de la cession	SOCIÉTÉS dont les actions ont donné lieu à la cession d'un bloc de contrôle	ACQUEREURS du bloc	POURCENTAGE du capital détenu par l'acquéreur du bloc avant la cession	BLOC de contrôle	POURCENTAGE de la participation détenue à l'issue du maintien de cours
17/12/86	<i>Ricqlès-Zan</i> Société anonyme au capital de 10 969 500 F divisé en 219 390 actions de 50 F Cote officielle, Paris	Société Haribo Lakrids (2)	Néant	151 763 actions, soit 69,17 % du capital	95,73 % du capital
23/12/86	<i>Jaeger</i> Société anonyme au capital de 154 514 200 F divisé en 1 545 142 actions de 100 F Cote officielle, Paris	Société Ufima (1)	Néant	1 205 211 actions, soit 78 % du capital	78 % du capital
24/12/86	<i>Économats du Centre</i> Société anonyme au capital de 50 200 800 F divisé en 334 672 actions de 150 F Cote officielle, Paris	Société Novex (3)	0,3 % du capital	180 613 actions, soit 53,9 % du capital	77,91 % du capital
04/02/87	<i>Cogifi</i> Société anonyme au capital de 320 967 000 F divisé en 3 209 670 actions de 100 F Cote officielle, Paris	Investisseurs institutionnels, dont U.A.P. Vie, U.A.P. Capitalisation et U.A.P.-I.A.R.D.	Néant	2 025 948 actions, soit 63,12 % du capital	63,12 % du capital
<p>(1) Filiale à 100 % de Matra. (2) Société Danoise. (3) Filiale des Docks de France et de la B.U.E.</p>					

TABLEAU VI (suite)

*Cessions de blocs de contrôle, suivies d'un maintien de cours, effectuées en 1987
et ayant concerné des sociétés inscrites à la cote officielle et au second marché*

DATE de la cession	SOCIÉTÉS dont les actions ont donné lieu à la cession d'un bloc de contrôle	ACQUEREURS du bloc	POURCENTAGE du capital détenu par l'acquéreur du bloc avant la cession	BLOC de contrôle	POURCENTAGE de la participation détenue à l'issue du maintien de cours
02/03/87	<i>Continentrale d'entreprises</i> Société anonyme au capital de 72 000 000 F divisé en 720 000 actions de 100 F Cote officielle, Paris	Société Harwanne, Cie de participations industrielles et financières S.A.	Néant	390 789 actions, soit 54,27 % du capital	54,27 % du capital
06/03/87	<i>Alferd Herlicq</i> Société anonyme au capital de 44 564 000 F divisé en 891 291 actions de 50 F Cote officielle, Paris	Maisons G.T.M. - S.R.L. (1)	Néant	312 000 actions, soit 35 % du capital	35 % du capital
17/03/87	<i>Waterman</i> Société anonyme au capital de 17 567 550 F divisé en 351 351 actions de 50 F Cote officielle, Paris	Société de participations financières Gillette	Néant	18 000 actions, soit 51,2 % du capital	71,37 % du capital
08/04/87	<i>Société Foncière Lyonnaise</i> Société au capital de 156 058 500 F divisé en 520 195 actions de 300 F Cote officielle, Paris	Groupe Victoire	34,04 % du capital	83 230 actions, soit 16 % du capital	50,04 % du capital

(1) Filiale de la société G.T.M.-Entrepose.

TABLEAU VI (suite)

Cessions de blocs de contrôle, suivies d'un maintien de cours, effectuées en 1987 et ayant concerné des sociétés inscrites à la cote officielle et au second marché

DATE de la cession	SOCIÉTÉS dont les actions ont donné lieu à la cession d'un bloc de contrôle	ACQUEREURS du bloc	POURCENTAGE du capital détenu par l'acquéreur du bloc avant la cession	BLOC de contrôle	POURCENTAGE de la participation détenue à l'issue du maintien de cours
22/04/87	<i>S.F.M.</i> Société au capital de 38 592 190 F divisé en 551 317 actions de 70 F Cote officielle, Paris	— S.A.R.L. Opifal, — 15 personnes physiques (1)	Néant	303 224 actions, soit 55 % du capital	55 % du capital
24/04/87	<i>Immobilière et commerciale de Banville</i> Société anonyme au capital de 8 228 350 F divisé en 164 567 actions de 50 F Cote officielle, Paris	Société France Construction (2)	Néant	140 355 actions, soit 85,29 % du capital	89,11 % du capital
07/05/87	<i>Duc, Lamotte, Ledru</i> Société anonyme au capital de 5 500 000 F divisé en 44 000 actions de 125 F Cote officielle, Paris	Société Montparnasse Finances	Néant	21 500 actions, soit 48,86 % du capital	68,66 % du capital
02/06/87	<i>Stemi</i> Société anonyme au capital de 39 149 800 F divisé en 391 498 actions de 100 F Cote officielle, Paris	Simotra	Néant	230 893 actions, soit 58,98 % du capital	80,69 % du capital
<p>(1) Aucune d'entre elles n'a acquis plus de 2 % du capital. (2) Indirectement contrôlée à 100 % par Bouygues.</p>					

TABLEAU VI (suite)

Cessions de blocs de contrôle, suivies d'un maintien de cours, effectuées en 1987 et ayant concerné des sociétés inscrites à la cote officielle et au second marché

DATE de la cession	SOCIÉTÉS dont les actions ont donné lieu à la cession d'un bloc de contrôle	ACQUEREURS du bloc	POURCENTAGE du capital détenu par l'acquéreur du bloc avant la cession	BLOC de contrôle	POURCENTAGE de la participation détenue à l'issue du maintien de cours
24/06/87	<i>Agefi Développement</i> Société anonyme au capital de 57 144 400 F divisé en 571 444 actions de 100 F Second marché, Paris	Opinon S.A. (1)	47 % du capital	128 446 actions, soit 22,32 % du capital	69,68 % du capital
10/07/87	<i>Société Moteurs Duwant</i> Société anonyme au capital de 12 461 625 F divisé en 199 386 actions de 62,50 F dont 13 200 sont cotées Cote officielle, Lille	Société Wartsila Diesel France (2)	Néant	100 000 actions, soit 50,15 % du capital	74,74 % du capital
15/07/87	<i>Stef</i> Société anonyme au capital de 61 200 000 F divisé en 612 000 actions de 100 F Cote officielle, Paris	Financière de l'Atlantique (groupe C.G.M.)	0,03 % du capital	328 175 actions, soit 53,62 % du capital	82 % du capital
23/07/87	<i>C.V.M.A.</i> Société anonyme au capital de 5 400 000 F divisé en 54 000 actions de 100 F Cote officielle, Marseille	Castel Frères	Néant	36 292 actions, soit 67,21 % du capital	91,6 % du capital
<p>(1) Société du groupe Expansion. (2) Société Finlandaise.</p>					

TABLEAU VI (suite)

Cessions de blocs de contrôle, suivies d'un maintien de cours, effectuées en 1987 et ayant concerné des sociétés inscrites à la cote officielle et au second marché

DATE de la cession	SOCIÉTÉS dont les actions ont donné lieu à la cession d'un bloc de contrôle	ACQUEREURS du bloc	POURCENTAGE du capital détenu par l'acquéreur du bloc avant la cession	BLOC de contrôle	POURCENTAGE de la participation détenue à l'issue du maintien de cours
05/08/87	<i>Crédit Sucrier Alimentaire</i> Société anonyme au capital de 15 852 650 F divisé en 317 053 actions de 50 F Cote officielle, Paris	Crédit National	Néant	214 737 actions, soit 67,73 % du capital	89 % du capital
09/09/87	<i>Sofip</i> Société anonyme au capital de 9 808 200 F divisé en 98 082 actions de 100 F Cote officielle, Marseille	S.M.C.I.	Néant	50 000 actions, soit 51 % du capital	53,2 % du capital
17/09/87	<i>Machines Bertrand</i> Société anonyme au capital de 3 000 000 F divisé en 150 000 actions de 20 F Second marché, Lyon	Dito Sama	Néant	75 050 actions, soit 50,03 % du capital	50,03 % du capital
21/09/87	<i>S.C.G.P.M.</i> Société anonyme au capital de 17 460 000 F divisé en 174 600 actions de 100 F Second marché, Paris	Spie Batignolles	Néant	134 994 actions, soit 77,30 % du capital	77,3 % du capital

TABLEAU VI (suite)

Cessions de blocs de contrôle, suivies d'un maintien de cours, effectuées en 1987 et ayant concerné des sociétés inscrites à la cote officielle et au second marché

DATE de la cession	SOCIÉTÉS dont les actions ont donné lieu à la cession d'un bloc de contrôle	ACQUEREURS du bloc	POURCENTAGE du capital détenu par l'acquéreur du bloc avant la cession	BLOC de contrôle	POURCENTAGE de la participation détenue à l'issue du maintien de cours
23/09/87	<i>Carpinienne de participation</i> Société anonyme au capital de 10 618 800 F divisé en 106 188 actions de 100 F Cote officielle, Nancy	Union industrielle de crédit du groupe de la Banque de l'Union Européenne	Néant	54 343 actions, soit 51,17 % du capital	80,35 % du capital
07/10/87	<i>Crédit Général Industrie</i> Société anonyme au capital de 103 827 000 F divisé en 1 038 270 actions de 100 F (1 008 486 inscrites à la cote) Cote officielle, Paris	Société Genefitec	39,49 % du capital	152 900 actions, soit 14,73 % du capital	54,22 % du capital
19/10/87	<i>Metanic</i> Société anonyme au capital de 12 126 800 F divisé en 242 536 actions de 50 F Cote officielle, Paris	Dynaction	Néant	193 711 actions, soit 79,88 % du capital	91,92 % du capital
28/10/87	<i>Petits Fils de Léonard Danel</i> Société anonyme au capital de 39 436 100 F divisé en 394 361 actions de 100 F Cote officielle, Paris	France éditions et publications	Néant	325 338 actions, soit 82,49 % du capital	97,61 % du capital
		Cie industrielle et financière Presbourg	Néant	59 154 actions, soit 14,99 % du capital	

TABLEAU VI (suite)

Cessions de blocs de contrôle, suivies d'un maintien de cours, effectuées en 1987 et ayant concerné des sociétés inscrites à la cote officielle et au second marché

DATE de la cession	SOCIÉTÉS dont les actions ont donné lieu à la cession d'un bloc de contrôle	ACQUEREURS du bloc	POURCENTAGE du capital détenu par l'acquéreur du bloc avant la cession	BLOC de contrôle	POURCENTAGE de la participation détenue à l'issue du maintien de cours
05/11/87	<i>Tuileries de Marseille et de la Méditerranée</i> Société anonyme au capital de 8 228 800 F divisé en 82 288 actions de 100 F Cote officielle, Marseille	Élysée investissements	Néant	51 720 actions, soit 62,85 % du capital	99,64 % du capital
05/11/87	<i>Guy Degrenne S.A.</i> Société anonyme au capital de 21 000 000 F divisé en 420 000 actions de 50 F Second marché, Paris	Table de France S.A.	Néant	286 376 actions, soit 68,18 % du capital	98,25 % du capital
27/11/87	<i>Usines de Rosières</i> Société anonyme au capital de 18 000 000 F divisé en 180 000 actions de 100 F Cote officielle, Paris	Candy Electrodomestici	Néant	80 301 actions, soit 44,6 % du capital	90,12 % du capital
09/12/87	<i>Technic Informatique</i> Société anonyme au capital de 5 000 000 F divisé en 500 000 actions de 10 F nominal Second marché, Paris	Concept S.A.	Néant	364 498 actions, soit 72,9 % du capital	82,8 % du capital

ANNEXE VII

La cote officielle et la cote du second marché

LA COTE OFFICIELLE

- **Actions françaises**

- Tableau I. — Valeurs françaises à revenu variable (décisions d'admission à la cote officielle).
- Tableau II. — Décisions de radiation de valeurs françaises prises en 1987.

- **Obligations françaises**

- Tableau III. — Nouveaux émetteurs admis à la cote officielle.

- **Valeurs étrangères**

- Tableau IV. — Admissions de valeurs étrangères à revenu variable.
- Tableau V. — Admissions de nouvelles valeurs étrangères à revenu variable au cours des dix dernières années.

LA COTE DU SECOND MARCHÉ

- Tableau I. — Répartition des sociétés inscrites à la cote du second marché par importance de capitalisation boursière et par bourse au 31 décembre 1987.
- Tableau II. — Répartition par bourse des sociétés françaises inscrites à la cote du second marché.
- Tableau III. — Répartition des sociétés françaises inscrites à la cote du second marché par année d'introduction et par importance de capitalisation boursière au 31 décembre 1987.
- Tableau IV. — Sociétés françaises inscrites du 1^{er} janvier 1987 au 31 décembre 1987 — Données boursières.
- Tableau V. — Sociétés inscrites du 1^{er} janvier 1987 au 31 décembre 1987 — Données économiques et financières.

LA COTE OFFICIELLE
(Actions françaises)

TABLEAU I

Valeurs françaises à revenu variable
(Décisions d'admission à la cote officielle)

SECTEURS D'ACTIVITÉ	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	TOTAL
Produits de base.....	-	-	-	3	-	1	-	-	-	1	-	5
Constructions.....	-	2	1	-	-	-	-	-	-	-	1	4
Biens d'équipement.....	1	-	-	-	1	-	1	-	-	-	1	4
Biens de consommation durables.....	-	-	-	-	-	1	-	-	-	-	-	1
Biens de consommation non durables.....	1	-	-	1	-	-	-	2	-	-	-	4
Biens de consommation alimentaires.....	-	-	1	1	-	-	-	-	-	-	-	2
Services.....	-	1	1	3	1	1	-	1	-	1	2	11
Sociétés financières.....	8	-	4	1	1	1	1	1	-	1	9	27
	10	3	7	9	3	4	2	4	0	3	13	58

TABLEAU II

*Décisions de radiation
de valeurs françaises prises en 1987*

NOM DE LA SOCIÉTÉ	BOURSE de cotation	DATE de décision	DATE de radiation
Société générale de Fonderie	Paris	05.03.1987	01.04.1987
C.R.M. (Radio-maritime).....	—	09.06.1987	28.09.1987
Speichim	—	09.06.1987	25.08.1987
Duffour et Igon.....	—	28.12.1987	13.01.1988

Obligations françaises

TABLEAU III

Nouveaux émetteurs d'obligations admis à la cote officielle

ÉMETTEURS	MONTANT (en millions de francs)
Bourse de Paris :	
Aga-France	105,1
Banque du Bâtiment et des Travaux publics/Financière de gestion et d'inter- médiation.....	400
Banque de Financement et de Trésorerie (B.F.T.)	300
Banque Parisienne d'Investissement et d'Arbitrage (B.P.I.A.).....	150
Finance Contrepartie	640
Finansder.....	1 000
Floral	760
Bourse de Marseille :	
Actimut	100
Chambre de Commerce et d'Industrie de Nice et des Alpes-Maritimes.....	60

Valeurs étrangères

TABLEAU IV

*Décisions d'admissions de valeurs étrangères
à revenu variable en 1987*

NOM des sociétés	BANQUE introducitrice	DATE de décision de la Commission	DATE d'admission à la cote officielle	BOURSE de cotation
Saatchi and Saatchi Cy P.L.C.	Banque Paribas	03.03.1987	30.03.1987	Paris
Commercial Union Assurance Cy P.L.C.	Société Générale	26.05.1987	29.06.1987	—
Montedison S.p.a.	Banque Indosuez Banque Nationale de Paris Banque Louis Dreyfus	26.05.1987	29.05.1987	—
Hanson Trust P.L.C.	Banque Paribas	09.06.1987	01.07.1987	—
Yamaichi Securities Co Ltd	Banque Paribas Yamaichi France S.A.	23.06.1987	10.07.1987	—
Placer Dome Inc.	Banque Paribas	13.08.1987	24.08.1987	—
Nippon Meat Packers, Inc	Société Générale Yamaichi France S.A.	20.08.1987	23.09.1987	—
Bayerische Vereinsbank Aktiengesellschaft	Société Générale Crédit du Nord	10.11.1987	01.12.1987	—
Squibb Corp.	Banque de Neufelize, Schlumberger, Mallet Crédit Commercial de France	10.11.1987	09.12.1987	—
B.E.T.-P.L.C.	Banque Paribas Rotschild et Cie Banque	22.12.1987	10.02.1988	—

TABLEAU V

*Admissions de nouvelles valeurs étrangères
à revenu variable au cours des dix dernières années*

	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	Total
Grande-Bretagne	—	—	—	1	—	—	—	1	—	3	5
États-Unis	2	—	3	—	1	—	2	4	4	1	17
Pays-Bas	—	—	—	—	—	—	1	—	1	—	2
Japon	—	1	—	3	1	2	1	2	1	2	13
Allemagne	—	—	—	—	—	—	—	—	1	1	2
Afrique du Sud	1	—	—	—	—	—	—	—	—	1	2
Belgique	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Espagne	—	—	—	—	—	1	1	1	—	—	3
Canada	—	—	—	—	—	—	—	2	—	—	2
Suède	—	—	—	—	—	1	1	—	—	—	2
Italie	—	—	—	—	—	—	—	1	1	1	3
Total	3	1	3	4	2	4	6	11	8	9	51

LA COTE DU SECOND MARCHÉ

TABLEAU I

*Répartition des sociétés inscrites
à la cote du second marché
par importance de capitalisation boursière
et par bourse au 31 décembre 1987*

	PARIS	LYON	NANCY	LILLE	NANTES	BORDEAUX	MARSEILLE	TOTAL
> 1 000 M.F.	27	1	-	-	-	-	-	28
500 à 1 000 M.F.	26	3	2	1	-	-	-	32
200 à 500 M.F.	50	8	2	1	-	1	-	62
100 à 200 M.F.	41	11	-	3	2	3	-	60
50 à 100 M.F.	14	18	4	3	4	1	-	44
< 50 M.F.	11	7	1	2	6	2	3	32
Total	169	48	9	10	12	7	3	258

TABLEAU II

Répartition par bourse des sociétés françaises inscrites
à la cote du second marché au 31 décembre 1987

	TRANSFERTS hors cote compartiment spécial	INTRODUCTIONS 1983	INTRODUCTIONS 1984	INTRODUCTIONS 1985	INTRODUCTIONS 1986	INTRODUCTIONS 1987	TOTAL
Paris.....	7	17	18	29	37	61	169
Lyon.....	1	3	3	14	12	15	48
Nancy.....	2	2	2	1	—	2	9
Lille.....	1	1	3	1	1	3	10
Nantes.....	1	2	1	2	3	3	12
Bordeaux.....	1	—	—	2	2	2	7
Marseille.....	—	—	1	1	1	—	3
Total.....	13 (1)	25 (2)	28 (3)	50 (4)	56 (5)	86 (6)	258

(1) Compte tenu de la radiation de la société Solex et de l'absorption de la société La Paternelle, Risques Divers par la société de Participations Financières et Gestion Immobilière.

(2) Compte tenu des transferts à la cote officielle de Salomon et Sodexho.

(3) Compte tenu des transferts à la cote officielle de Sovac et C.C.M.C. et de la radiation de Hom et Isotherma.

(4) Compte tenu des transferts à la cote officielle des sociétés Ingenico, Cap Gemini-Sogeti, Bafip et des radiations des sociétés Grégory et C.O.F.

(5) Non compris les obligations convertibles de la C.F.P.I. et compte tenu du transfert à la cote officielle de Drouot Assurances.

(6) Non compris les obligations convertibles de Frankoparis.

TABLEAU III

Répartition des sociétés françaises inscrites à la cote du second marché par année d'introduction et par importance de capitalisation boursière au 31 décembre 1987

(En M.F.)	TRANSFERT HORS COTE compartiment spéc.		1983		1984		1985		1986		1987		TOTAL	
	Capit.	Nbre sociétés	Capit.	Nbre sociétés	Capit.	Nbre sociétés	Capit.	Nbre sociétés	Capit.	Nbre sociétés	Capit.	Nbre sociétés	Capit.	Nbre sociétés
> 2 000	—	0	—	0	2 432,5	1	3 444,9	1	7 491,6	2	14 276,4	4	27 645,4	8
1 000 à 2 000.	1 329,7	1	3 011,2	2	2 917,6	2	11 446,4	8	3 403,7	2	7 236,5	5	29 345,1	20
500 à 1 000 .	1 399,9	2	1 987,5	3	2 908,2	4	2 026,3	3	5 515,1	8	7 385,9	12	21 222,9	32
200 à 500 ...	591,2	2	1 944,4	6	1 550,7	5	3 878,6	12	5 237,3	17	5 878,9	20	19 081,1	62
100 à 200 ...	277,1	2	793,6	6	595,7	4	1 403,5	10	1 981,3	15	3 347,8	23	8 399,0	60
50 à 100	162,3	2	404,7	5	482,4	6	770,1	10	559,8	7	1 020,7	14	3 400,0	44
< 50	50,2	4	103,3	3	149,8	6	225,4	6	161,9	5	341,9	8	1 032,5	32
Total	3 810,4	13	8 244,7	25	11 036,9	28	23 195,2	50	24 350,7	56	39 488,1	86	110 126	258 (1)

(1) Hors obligations convertibles émises par les sociétés C.F.P.I. et Frankoparis.

TABLEAU IV
Sociétés françaises inscrites du 1^{er} janvier au 31 décembre 1987
Données boursières

NOM	Date d'introduction	Bourse	Premier cours coté	Premier cours d'équilibre	Capitalisation boursière sur la base du cours d'équilibre (en millions de F)	Cours le 31.12.1987	Intermédiaires Introduceurs	Procédure d'introduction
Locamic	27.01.1987	Paris	370	727	1 163,2	155	C.C.F. Charge Bacot Allain	O.P.V.
C.A.T.C.....	16.03.1987	Paris	—	—	—	118,5	C.C.F. Charge Gorgeu Perquel-Krucker	Transfert du H.C.
La Commande Électronique	09.04.1987	Paris	520	950	997,5	204	Société Générale Charge Mélandès	O.P.V.
Clesse-Mandet.....	16.04.1987	Paris	290	408	226,3	98,3	B.N.P.-B.I.C.M. Charge Puget	O.P.V. (après échec M.V.)
Présence Assurances.....	23.04.1987	Paris	550	735	3 348,7	490	Banque Paribas Charge Saintoin	O.P.V.
IDIA.....	28.04.1987	Paris	189	235	966,4	125	Segespar titres — B.N.P. Charge Ferri	M.V.
Acieries et Fonderies de l'Est.....	30.04.1987	Paris	570	650	121,2	275	Société Générale C.I.A.L. Charge Boscher	O.P.V.
Technic informatique.....	06.05.1987	Paris	280	366	183	86,85	S.N.V.B. Charge Delayaye-Ripault	O.P.V. (après échec M.V.)
B.I.M.P.....	07.05.1987	Paris	155	197	N.S.	188,3	B.I.M.P. Indosuez-Paribas Charge Fauchier-Magnant, Durant des Aulnois	O.P.V. (privatisation)

TABLEAU IV (suite)

Sociétés françaises inscrites du 1^{er} janvier au 31 décembre 1987

Données boursières

NOM	Date d'introduction	Bourse	Premier cours coté	Premier cours d'équilibre	Capitalisation boursière sur la base du cours d'équilibre (en millions de F)	Cours le 31.12.1987	Intermédiaires Introduceurs	Procédure d'introduction
Pier-Import	12.05.1987	Paris	296	393	660,2	160	Crédit Lyonnais Charge Schelcher Dumont-Prince	M.V.
Richard	14.05.1987	Paris	475	514	54,3	386	Société Générale Charge Rondeleux-Oudart	O.P.V.
Sermeto	15.05.1987	Lyon	300	523	188,6	157	Financière de Lyon Société Lyonnaise de banque Crédit Lyonnais Charge Michaux	O.P.V. (après échec M.V.)
Innovation et Gestion financière	19.05.1987	Paris	180	223	446	100	C.C.F. Cie Financière E. de Rothschild Banque Demachy Charge Puget	O.P.V.
Henri Maire	20.05.1987	Lyon	225	332	110,2	125	Financière de Lyon C.C.F. — B.F.C.E. Charge Delore	O.P.V.
Gep-Pasquier	21.05.1987	Paris	230	253	255,4	110	Crédit Lyonnais Sèges par titres Charge Pinatton	O.P.V.
Émin-Leydier	22.05.1987	Lyon	300	442	465,4	159,3	Banque Régionale de l'Ain S.D.R. du Sud-Est Cie de Financement Industriel Charge Delore	O.P.V.

TABLEAU IV (suite)

Sociétés françaises inscrites du 1^{er} janvier au 31 décembre 1987

Données boursières

NOM	Date d'introduction	Bourse	Premier cours coté	Premier cours d'équilibre	Capitalisation boursière sur la base du cours d'équilibre (en millions de F)	Cours le 31.12.1987	Intermédiaires Introduceurs	Procédure d'introduction
Cascades.....	25.05.1987	Paris	—	—	—	45,4	Crédit Lyonnais B.N.P. Paribas Charge Oddo	Transfert du H.C.
Cegep.....	26.05.1987	Paris	245	250	1 248,9	153	Banque Indosuez Banque Vernes Charge Massonaud	O.P.V.
Duguy-créations.....	27.05.1987	Nantes	250	283	173,8	117,4	C.I.O. Banque Rothschild et associés. Charge Delaunay de Champsavin	O.P.V. (après échec M.V.)
Cie Financière de Paris....	29.05.1987	Paris	540	572	2 258,9	158,9	Crédit Parisien Charge Nivard-Flomoy	O.P.V.
Barphone.....	01.06.1987	Paris	290	305	305	147	C.C.F. — B.N.P. Charge Cheuvreux de Virieu	O.P.V. (après échec M.V.)
Immobilière Paix-Daunou...	02.06.1987	Paris	905	911	1 178,5	860	Crédit Foncier de France Charge Cheuvreux de Virieu	M.V.
Cellier.....	03.06.1987	Lyon	310	377	282,8	155	Banque Vernes Charges Leven Chaussier-Michaux	O.P.V. (après échec M.V.)
Locamur-Sofigros.....	04.06.1987	Paris	280	288	82	178,5	Banque Indosuez Charge Cheuvreux de Virieu	O.P.V. (après échec P.O.)

TABLEAU IV (suite)
Sociétés françaises inscrites du 1^{er} janvier au 31 décembre 1987

Données boursières

NOM	Date d'introduction	Bourse	Premier cours coté	Premier cours d'équilibre	Capitalisation boursière sur la base du cours d'équilibre (en millions de F)	Cours le 31.12.1987	Intermédiaires Introduceurs	Procédure d'introduction
Méto-Service	05.06.1987	Paris	176	228,5	232,2	125	Banque Worms Paribas Charge Ferri	M.V.
Le Cheval Blanc	10.06.1987	Lyon	252	297	149,5	169	Banque Paribas Veuve Morin-Pons Charge Delore	M.V.
International Métal-Service .	11.06.1987	Paris	240	242	293,8	169	Banques Indosuez — Paribas Charge Dupont-Denant	M.V.
Zannier.....	12.06.1987	Lyon	280	325	325	268	Crédit Lyonnais — B.N.P. Charge Richard	O.P.V. (après échec M.V.)
Lectra Systèmes	16.06.1987	Bordeaux	403	569	741,1	195	Société Générale Banque Paribas Expanso Cie Financière du Scribe Charge Rondeleux-Oudart	M.V.
Boiron.....	17.06.1987	Lyon	240	355	496,1	206	B.N.P. Charge Delore	O.P.V.
Marben.....	22.06.1987	Paris	290	407	412,3	240	Européenne de Banque Paribas Charge Melendès	O.P.V. (après échec P.O.)
Onet	23.06.1987	Paris	472	466	316	360	B.N.P. Sté Marseillaise de Crédit Charge Nivard-Flornoy	M.V.

TABLEAU IV (suite)

Sociétés françaises inscrites du 1^{er} janvier au 31 décembre 1987

Données boursières

NOM	Date d'introduction	Bourse	Premier cours coté	Premier cours d'équilibre	Capitalisation boursière sur la base du cours d'équilibre (en millions de F)	Cours le 31.12.1987	Intermédiaires Introduceurs	Procédure d'introduction
Thermador Holding.....	24.06.1987	Lyon	240	286	189,7	160	Crédit Lyonnais Société Lyonnaise de Banque Charge Richard	O.P.V.
Crédit de l'Est.....	25.06.1987	Paris	273	261	555,8	150	B.N.P. — Cial Charge Schelcher, Dumont, Prince	M.V.
Banque d'arbitrage et de crédit.....	26.06.1987	Paris	300	350	805	450	Société Générale Charge Leven, Chaussier	O.P.V.
Constructions industrielles de la Méditerranée (C.N.I.M.).....	30.06.1987	Paris	370	411	369,6	276,5	Crédit Lyonnais Banque Indosuez Charge Massonau	M.V.
Ciments d'Origny.....	02.07.1987	Paris	570	610	1 016,2	351	Banque N.S.M. Crédit Lyonnais Charge Ferri	M.V.
Cie d'Investissements de Paris.....	06.07.1987	Paris	180	187	2 240,6	120	B.N.P. Charge du Bouzet	O.P.V.
Banque Demachy et Asso- ciés.....	07.07.1987	Paris	700	833	1 666	375	Banque Demachy Sté Worms et Cie Finance Charge Cholet-Dupont	O.P.V. (après échec M.V.)
Rhône-Alpes ECU.....	08.07.1987	Lyon	300	310	155	286	Banque Lazard Frères Sté Lyonnaise de Banque Charge Delore	O.P.V.
Secap.....	09.07.1987	Paris	250	280	342,5	200	B.I.C.M. Charge Puget	O.P.V.
Frankoparis.....	21.07.1987	Paris	—	—	—	—	Banque Worms-Kuwaiti French Bank Charge Tuffier-Ravier-Py	Obligations convertibles

TABLEAU IV (suite)

Sociétés françaises inscrites du 1^{er} janvier au 31 décembre 1987

Données boursières

NOM	Date d'introduction	Bourse	Premier cours coté	Premier cours d'équilibre	Capitalisation boursière sur la base du cours d'équilibre (en millions de F)	Cours le 31.12.1987	Intermédiaires Introduceurs	Procédure d'introduction
T.F. 1	24.07.1987	Paris	178	178	3 738	170	Banque Indosuez — B.N.P. Charge Cholet-Dupont	O.P.V. (Privatisation)
Lambert-Rivière	25.08.1987	Paris	—	—	—	203,5	B.N.P. Charge Oddo	Transfert du H.C.
Sicomi de Paris « Paris-Bail »	02.09.1987	Paris	200	204	663	190	B.N.P. Charge Cholet-Dupont	O.P.V.
Cofitem	04.09.1987	Paris	200	205	205	175	Banque Crédit Mutuel Charge Magnin-Cordelle	O.P.V.
Concept	08.09.1987	Paris	160	225	569,7	200	B.N.P. — Banque Stern Charge Melendès	O.P.V.
Sidergic	09.09.1987	Paris	—	—	—	96,1	C.C.B.P. B.N.P. Monod Charge Tuffier-Ravier Py	Transfert du H.C.
Conforama	10.09.1987	Paris	650	800	3 172	450	Banques Lazard-Demachy Charge de Lavandeyra	O.P.V. (après échec P.O.)
Garonor	15.09.1987	Paris	422	429	573,8	363	Banque Paribas — A.X.A. Charge Goy-Hauvette	M.V.
JOD-Électronique	17.09.1987	Paris	220	226	167,5	130	C.C.B.P. Charge Ferri	O.P.V. (après échec P.O.)
Union Financière de France	18.09.1987	Paris	406	760	2 812,5	375	Banque Indosuez Charge Cheuvreux de Virieu	M.V.

TABLEAU IV (suite)

Sociétés françaises inscrites du 1^{er} janvier au 31 décembre 1987

Données boursières

NOM	Date d'introduction	Bourse	Premier cours coté	Premier cours d'équilibre	Capitalisation boursière sur la base du cours d'équilibre (en millions de F)	Cours le 31.12.1987	Intermédiaires Introduceurs	Procédure d'introduction
A.M.S. Packaging	24.09.1987	Paris	36	38	191,6	30	Banques Arjil-Monod Charge Rondeleux	O.P.V. (après échec M.V.)
Immobilière Batibail	25.09.1987	Nancy	222	224	675,8	208	Cial — S.N.V.B. Charge Tuffier-Ravier	O.P.V.
Celatose	02.10.1987	Lille	310	360	526,5	268	Crédit Lyonnais Charge Dubly, Denoyelle	O.P.V.
Arnault et Associés	06.10.1987	Paris	490	520	2 860,5	390	Crédit Lyonnais Charge de Lavandeyra	O.P.V.
Segin	07.10.1987	Lille	365	365	275,2	263	Crédit du Nord Charge Gilbert Dupont	O.P.V. (après échec M.V.)
Corela	09.10.1987	Lyon	185	197	125,4	140	B.N.P. Banque Populaire de la Côte-d'Or Charge Delore	O.P.V.
Europhane	12.10.1987	Paris	360	374	245,3	216,5	Banque Demachy — B.N.P. Charge Bacot-Allain	O.P.V.
Lhomme S.A.	15.10.1987	Lyon	200	208	53,2	166	Crédit Lyonnais S.D.R. Centrest Charge Delore	O.P.V.
Automaxi	19.10.1987	Nantes	198	184,30	72,7	112	C.I.O. — B.N.P. Charges Buisson et de Champsavin	M.V.

TABLEAU IV (suite)

Sociétés françaises inscrites du 1^{er} janvier au 31 décembre 1987

Données boursières

NOM	Date d'introduction	Bourse	Premier cours coté	Premier cours d'équilibre	Capitalisation boursière sur la base du cours d'équilibre (en millions de F)	Cours le 31.12.1987	Intermédiaires Introduceurs	Procédure d'introduction
Altran Technologies.....	20.10.1987	Paris	203	212	212	169	Paribas — Banque Worms Charge Nivard-Flornoy	P.O.
Compagnie Industrielle et Financière de Presbourg.....	21.10.1987	Paris	100	100	750	100	Banque Arjil Banque pour l'Industrie Française Caisse des dépôts et consignations Caisse centrale des banques populaires Rochefort-Finances Charge Tuffier-Ravier-Py	O.P.V.
Siaci.....	23.10.1987	Paris	345	332	192,1	289	Banque Rothschild et Associés Charge Fauchier-Magnan	O.P.V.
Finexpand.....	27.10.1987	Paris	235	235	241,4	263	Société Générale Charge Dupont-Denant	O.P.V.
Supervox.....	28.10.1987	Bordeaux	155	155	45,3	166	Crédit Lyonnais Banque Courtoi Charge Champeil	P.O.
Distriborg.....	29.10.1987	Lyon	130	130	102,3	132,1	Crédit Lyonnais Société Lyonnaise de Banque Charge Michaux	M.V.
Finacor.....	03.11.1987	Paris	205	229	458	364	C.C.F. Charge Hamant-Carmignac	O.P.V.
Général Incendie.....	04.11.1987	Paris	205	208	190,8	235	Banque O.B.C.-C.C.F. Charge Oddo	O.P.V.

TABLEAU IV (suite)

Sociétés françaises inscrites du 1^{er} janvier au 31 décembre 1987

Données boursières

NOM	Date d'introduction	Bourse	Premier cours coté	Premier cours d'équilibre	Capitalisation boursière sur la base du cours d'équilibre (en millions de F)	Cours le 31.12.1987	Intermédiaires Introduteurs	Procédure d'introduction
Digital Design.....	05.11.1987	Paris	80	87	111,4	90	S.N.V.B. — Banque Worms Société Générale Charge Puget	M.V.
Papeterie de Châteauneuf-la-Forêt.....	06.11.1987	Lyon	135	137	97,9	136	Société Générale Charge Girardet	O.P.V.
Mondoblig.....	09.11.1987	Paris	102,50	102,5	184,5	107	B.G.P.-S.I.B. Charge Dupont-Denant	P.O.
Major.....	10.11.1987	Paris	220	220	533,8	226	Société Générale Duménil et Associés Charge Rondeleux	O.P.V.
Caroll International.....	16.11.1987	Paris	177	180	167,4	158	B.N.P. — Crédit Lyonnais Charge Melendès	P.O.
Tuffier et Associés.....	18.11.1987	Paris	240	240	119,1	220	Sogenal — C.I.A.L. S.N.V.B. Charge Dupont-Denant	P.O.
Random.....	19.11.1987	Paris	110	110	110,8	109,8	Banque Paribas — C.C.F. Charge Cheuvreux de Virieu	P.O.
Sodice Expansion.....	20.11.1987	Lille	120	120	120	120	Banque Paribas Charge G. Dupont	P.O.
Canal +.....	26.11.1987	Paris	320	333	5 903,2	357	Société Générale Charge de Lavandeyra	M.V.
Reverdy.....	27.11.1987	Lyon	208	212	162,8	214	Société Lyonnaise de Banque B.N.P. Charge Richard	P.O.

TABLEAU IV (suite)

Sociétés françaises inscrites du 1^{er} janvier au 31 décembre 1987

Données boursières

NOM	Date d'introduction	Bourse	Premier cours coté	Premier cours d'équilibre	Capitalisation boursière sur la base du cours d'équilibre (en millions de F)	Cours le 31.12.1987	Intermédiaires Introduteurs	Procédure d'introduction
Siaco	01.12.1987	Paris	240	240	144	140	B.N.P. Charge Massonau-Fontenay	O.P.V.
Girodet	02.12.1987	Lyon	117	123	59	134	Financière de Lyon Caisse Régionale de Crédit Agricole de la Loire Charge Brac de la Perrière	P.O.
Sedri	03.12.1987	Paris	120	126,5	318,7	145	B.U.E. Charge Rondeleux	M.V.
Savam	07.12.1987	Paris	170	170	297,7	177	Scalbert-Dupont et C.I.C. Charge Dupont-Denant	P.O.
Financière-Sogeparc	10.12.1987	Paris	225	225	332,1	237	B.U.E. — Worms — S.N.V.B. Charge Puget	P.O.
Acial	12.12.1987	Nantes	—	—	—	402	B.N.P. — Banque Régionale de l'Ouest — Banque Populaire de Touraine et du Haut-Poitou Charge de Portzamparc	Transfert H.C.
Batical	18.12.1987	Nancy	140	141	78,3	147	Paribas — C.I.A.L. Société Nancéienne Varin et Bernier	P.O.
Société Immobilière Hôtelière.....	23.12.1987	Paris	—	—	—	450	Indosuez — Stern Banque Dreyfus Charge Puget	Cotation suite à une O.P.E.-O.P.A.

TABLEAU V

Sociétés françaises inscrites du 1^{er} janvier au 31 décembre 1987

Données économiques et financières

NOM	CAPITALISATION (en millions de francs) au 31.12.87	SECTEUR d'activité	CHIFFRE D'AFFAIRES 1986 (en millions de francs)	BÉNÉFICE 1986 (en millions de francs)	NOMBRE de salariés
Locamic.....	248	Crédit bail mobilier	967 *	86,1	112
C.A.T.C.....	62,2	Établissement financier	57,8 *	4,5	NS
La commande Électronique.....	214,2	Édition et distribution de logiciels informatiques	205,3	20,2	103
Clesse-Mandet.....	54,5	Matériel pour la distribution de gaz et d'eau	135,6 *	14,1	255
Présence Assurances.....	2 232,4	Assurances	4 554 *	244,2	1 788
Idia.....	514	Capital risque	51,3	37,7	13
Acieries et Fonderies de l'Est.....	51,3	Fonderie	484,4 *	12	1 365
Technic Informatique.....	43,4	Société de services et d'ingénierie informatique	67,5 *	7	81
B.I.M.P.....	472,9	Banque	494,4 *	14,7	355
Pier Import.....	268,8	Distribution spécialisée	374,5 *	14,6	546
Richard.....	40,8	Importateur Nissan	1 129,5	37,2	171
Sermeto.....	56,6	Candélabres d'éclairage	117 *	6	189
I.G.F.....	200	Société d'investissement	NS	19,9	—
Henri Maire.....	41,5	Production vinicole	171,5	4,4	369
G.E.P. Pasquier (1).....	112,1	Manufacture de chaussures	551,7 *	16,6	1 708
Emin-Leydier.....	167,8	Industrie papetière	368	19,9	311
Cascades S.A.....	531,9	Industrie papetière	779,9 *	85,2	749
Cegep.....	764,5	Société immobilière	46,1	40	4

* Données consolidées.

(1) Exercices décalés : Gep Pasquier (31 octobre 1986) ; Paix Daunou (30 septembre 1986) ; Cheval Blanc (31 août 1986) ; Sidergie (31 octobre 1986) ; Corela (31 octobre 1986) ; Mondoblig (30 novembre 1987) ; Sodice Expansion (31 mars 1987) ; Reverdy (31 août 1987) ; Financière Sogeparc (30 juin 1987).

Les données mentionnées ont été calculées au 31 décembre 1986 sauf exercice décalé.

TABLEAU V (suite)

Sociétés françaises inscrites du 1^{er} janvier au 31 décembre 1987

Données économiques et financières

NOM	CAPITALISATION (en millions de francs) au 31.12.87	SECTEUR d'activité	CHIFFRE D'AFFAIRES 1986 (en millions de francs)	BÉNÉFICE 1986 (en millions de francs)	NOMBRE de salariés
Duguy Créations.....	72	Confection	159,3 *	9,5	379
Compagnie Financière de Paris.....	710,8	Holding (activités bancaires et financières)	1 034,4 *	192,6	257
Barphone.....	147	Téléphonie privée	181 *	21,5	280
Immobilière Paix-Daunou (1).....	1 112,5	Société immobilière	39,7	11,8	8
Cellier.....	116,2	Équipements industriels spécialisés	524,4 *	13,8	495
Lacamura-Sofigros.....	50,8	Établissement de crédit	42,5	7,1	43
Méto Service.....	127	Maintenance informatique	67	3,8	169
Le cheval blanc (1).....	85	Chocolaterie-confiserie	147,6 *	7,8	105
I.M.S.	205,1	Négoce d'aciers spéciaux	1 731 *	32,3	812
Zannier.....	268	Vêtements pour enfants	237,4 *	9,6	200
Lectra systèmes.....	253,9	Construction d'équipements industriels	439,4 *	16,2	743
Boiron.....	287,9	Produits homéopathiques	467,2 *	11,6	1 307
Marben.....	243,1	Société de services et d'ingénierie informatique	82,9 *	11	188
Onet.....	216	Prestations de services (nettoyage)	1 937 *	34,1	21 351
Thermador Holding.....	106,1	Négoce de biens d'équipement	237,7 *	13,8	85
Crédit de l'Est.....	319,4	Société Financière	531	46,4	234
Banque d'arbitrage et de crédit.....	1 035	Banque	1 086,5 *	56,3	40
C.N.I.M.....	248,6	Systèmes thermiques et mécaniques	890,9	31,9	937

* Données consolidées.

(1) Exercices décalés : Gep Pasquier (31 octobre 1986) ; Paix Daunou (30 septembre 1986) ; Cheval Blanc (31 août 1986) ; Sidergie (31 octobre 1986) ; Corela (31 octobre 1986) ; Mondoblig (30 novembre 1987) ; Sodice Expansion (31 mars 1987) ; Reverdy (31 août 1987) ; Financière Sogeparc (30 juin 1987).
Les données mentionnées ont été calculées au 31 décembre 1986 sauf exercice décalé.

TABLEAU V (suite)

Sociétés françaises inscrites du 1^{er} janvier au 31 décembre 1987

Données économiques et financières

NOM	CAPITALISATION (en millions de francs) au 31.12.87	SECTEUR d'activité	CHIFFRE D'AFFAIRES 1986 (en millions de francs)	BÉNÉFICE 1986 (en millions de francs)	NOMBRE de salariés
Ciments d'origny.....	584,7	Ciments	904,6 *	85,7	921
Compagnie d'investissements de Paris ..	1 917	Société de portefeuille	NS		
Banque Demachy et associés.....	750	Banque	1 514,5 *	81,7	174
Rhône-Alpes Ecu	143	Sicaf	NS	NS	NS
Secap	244,6	Location-Vente de machines de bureau	272,4	19	514
Frankoparis	—	Sicomi	16,7	(0,3)	—
T.F.1.....	3 570	Audio-visuel	1 993,5 * (2)	13,6 (2)	1 524
Lambert Rivière	176,8	Distribution produits chimiques	860 *	19	286
Sicomi de Paris.....	617,5	Sicomi	34,6	22,3	—
Cofitem	175	Sicomi	24,5	11,9	4
Concept.....	506,4	Informatique	47,5 *	8,5	75
Sidergie (1).....	48	Services	538,8 *	8,5	3 850
Conforama	1 784,3	Distribution spécialisée	4 763 *	155	4 209
Garonor	485,5	Conception, réalisation exploitation d'entrepôts	142,7 *	17,8	106
J.O.D. Electronique.....	96,4	Distribution matériel informatique	84,9	7,7	29
Union Financière de France.....	1 387,7	Gestion de patrimoine	392 *	90,5	200
A.M.S.....	151,3	Conditionnement plastique	152,4	4,2	173
Immobilière Batibail.....	627,5	Société Immobilière	148,8	61,9	67

* Données consolidées.

(1) Exercices décalés : Gep Pasquier (31 octobre 1986) ; Paix Daunou (30 septembre 1986) ; Cheval Blanc (31 août 1986) ; Sidergie (31 octobre 1986) ; Corela (31 octobre 1986) ; Mondoblig (30 novembre 1987) ; Sodice Expansion (31 mars 1987) ; Reverdy (31 août 1987) ; Financière Sogeparc (30 juin 1987).

Les données mentionnées ont été calculées au 31 décembre 1986 sauf exercice décalé.

(2) Exercice de 8 mois (du 1^{er} janvier au 31 août 1987).

TABLEAU V (suite)

Sociétés françaises inscrites du 1^{er} janvier au 31 décembre 1987

Données économiques et financières

NOM	CAPITALISATION (en millions de francs) au 31.12.87	SECTEUR d'activité	CHIFFRE D'AFFAIRES 1986 (en millions de francs)	BÉNÉFICE 1986 (en millions de francs)	NOMBRE de salariés
Celatose.....	391,9	Articles d'hygiène	1 153 *	57	1 216
Arnault et Associés	2 145,4	Holding	11 674 *	445	17 324
Segin	188,4	S.S.I.I.	238,5 *	7,9	569
Corela (1).....	89,1	Restauration d'autoroute	173 *	5,5	—
Europhane	142	Matériels d'éclairage	437,9 *	12,2	818
Lhomme	42,4	Tubes de motos	175	4	424
Automaxi	44,2	Accessoires pour automobile	52,5 *	7	126
Altran technologies.....	169	S.S.I.I.	51	4,5	135
Compagnie Industrielle et Financière de Presbourg.....	75	Société de portefeuille	—	—	—
Siaci	167,2	Courtage d'assurances et de réas- surances	103,2 *	14,4	133
Finexpand.....	270,2	Société de portefeuille	—	27	—
Supervox.....	48,5	Articles de bricolage	107,4	3	140
Distriborg	104	Produits diététiques et naturels	339 *	9	261
Finacor	728	Agent des marchés interbancaires	259 *	30,5	239
Général Incendie	215,6	Prévention et lutte contre l'incendie	201,4 *	12,3	360
Digital Design	111,4	Traitement d'images par ordinateur	87,5	3,4	81
Papeterie de Châteauneuf-la-Forêt.....	97,9	Emballages en carton ondulé	267,9 *	11	483

* Données consolidées.

(1) Exercices décalés : Gep Pasquier (31 octobre 1986) ; Paix Daunou (30 septembre 1986) ; Cheval Blanc (31 août 1986) ; Sidergie (31 octobre 1986) ; Corela (31 octobre 1986) ; Mondoblig (30 novembre 1987) ; Sodice Expansion (31 mars 1987) ; Reverdy (31 août 1987) ; Financière Sogeparc (30 juin 1987).

Les données mentionnées ont été calculées au 31 décembre 1986 sauf exercice décalé.

TABLEAU V (suite)

Sociétés françaises inscrites du 1^{er} janvier au 31 décembre 1987

Données économiques et financières

NOM	CAPITALISATION (en millions de francs) au 31.12.87	SECTEUR d'activité	CHIFFRE D'AFFAIRES 1986 (en millions de francs)	BÉNÉFICE 1986 (en millions de francs)	NOMBRE de salariés
Mondoblig (1)	192,6	Sicaf	—	—	—
Major	548,3	Distribution	2 188 *	51,2	2 300
Caroll International	146,9	Textile	239 *	11,5	—
Tuffier et Associés	109,1	Intermédiation financière	174,5 * (1 ^{er} semestre 87)	28,8	280
Random	110,6	Distribution matériels informa- tiques	76,2 *	4,9	220
Sodice Expansion (1)	120	Distribution	449,1	6,8	418
Canal +	6 328,6	Télévision à péage	1 887	3,5	458
Reverdy (1)	164,3	Négoce et fabrication de petits meubles	183,8 *	19,4	80
Siaco	84	Imprimerie-Papeterie	121,7 *	9,7	132
Girodet	64,3	Tissage de soieries artificielles	47	6,6	49
Sedri	365,4	Micro-processeurs en informatique, électronique, télématique, mo- nétique	68	7,4	67
Savam	309,9	Transport volumineux léger	429,8 *	17,6	139
Financière Sogeparc (1)	349,9	Parcs de stationnement, promotion, réalisation, exploitation	145,3 *	28,4	121
Acial	33,1	Fabrication d'armoires de bureau, de sécurité et d'atelier	158,2 *	3,7	214
Batical	81,6	Sicomi	111	4,6	14
Société Immobilière hôtelière	502,3	Construction d'hôtels et d'en- sembles hôteliers	16	9,3	—

* Données consolidées.

(1) Exercices décalés : Gep Pasquier (31 octobre 1986) ; Paix Daunou (30 septembre 1986) ; Cheval Blanc (31 août 1986) ; Sidergie (31 octobre 1986) ; Corela (31 octobre 1986) ; Mondoblig (30 novembre 1987) ; Sodice Expansion (31 mars 1987) ; Reverdy (31 août 1987) ; Financière Sogeparc (30 juin 1987).

Les données mentionnées ont été calculées au 31 décembre 1986 sauf exercice décalé.

ANNEXE VIII

Les visas et dispenses de notes d'information

Tableau I. — Visas de notes d'information.

Tableau II. — Dispenses de notes d'information accordées par la Commission à l'occasion d'admission de titres à la cote officielle.

TABLEAU I

Visas de notes d'information

	NOMBRE DE VISAS DÉLIVRÉS (1983-1987)								
	1982	1983	1984	1985		1986		1987	
				Sociétés françaises	Sociétés étrangères	Sociétés françaises	Sociétés étrangères	Sociétés françaises	Sociétés étrangères
Introduction à la cote officielle.....	7	7	9	—	12	3	10	5	10
Admission d'obligations.....	—	5	11	17	—	7	2	12	6
Émission d'actions contre espèces.....	77	124	99	103 (1)	12	149 (1)	18	163	9
Émission de titres participatifs.....	—	5	14	15	—	1	—	2	—
Émission d'obligations convertibles.....	5	11	8	13	—	8	—	9	—
Émission d'obligations à bons de souscription d'actions.....	—	3	20	20	1	25	—	28	1
Émission d'emprunts obligataires.....	120	173	141	213	3	183	2	161	1
Offre publique d'achat.....	1	5	5	11	—	10	—	8	—
Offre publique d'échange.....	7	4	1	4	—	10	—	9	—
Autres opérations.....	1	2	7	10	1 (2)	31	1 (2)	69 (4)	1
				406	29	427	33	466	28
	218 (3)	339 (3)	315 (3)	435		460		494	

(1) Dont émission de certificats d'investissement: 3 en 1985; 16 en 1986; 5 en 1987.
(2) Dont introductions de valeur étrangère sur le second marché: 1 en 1985; 1 en 1986.
(3) Dont sociétés étrangères: 16 en 1982; 14 en 1983; 21 en 1984.
(4) Dont opérations de privatisation: 29; offre publique obligatoire: 20; constitution par appel public à l'épargne: 6; contrats Matif: 3.

TABLEAU II

*Dispenses de notes d'information accordées par la Commission
à l'occasion d'admission de titres à la cote officielle*

ORIGINE DES TITRES ADMIS	1983	1984	1985	1986	1987
Actions ou obligations émises contre espèces (lorsqu'une note a été établie et visée par la Commission un an au plus auparavant, lors de l'émission des titres admis) *.....	251	249	388	350	252
Actions attribuées à titre gratuit à la suite d'une augmentation de capital par incorporation de réserves	48	31	35	51	37
Actions émises en paiement de dividendes	—	25	30	35	34
Valeurs émises par des sociétés étrangères	40	82	48	81	57
Actions d'apport (lorsqu'une information suffisante a été donnée lors de l'assemblée générale extraordinaire ayant approuvé l'apport ou que le nombre de titres émis est très faible)	33	33	27	36	52
Actions émises contre espèces (lorsque la souscription a été réservée à un petit nombre de bénéficiaires et qu'une information suffisante a été donnée lors de l'assemblée générale extraordinaire ayant statué sur leur création).....	(1) 19	13	17	17	42
Actions à provenir de la conversion d'obligations convertibles	11	11	12	8	8
Divers	4	2	—	—	—
Total	406	446	557	578	482

(1) Dont réservées aux salariés dans le cadre de la loi du 24 octobre 1980.
* Figurent dans cette rubrique les nouveaux titres régis par la loi du 3 janvier 1983 et la loi du 14 décembre 1985.

ANNEXE IX

Le contrôle de l'information périodique des sociétés inscrites à la cote officielle

Les publications obligatoires

Les tableaux I, II et III ci-après retracent l'évolution des statistiques afférentes aux différents types de publications au B.A.L.O. auxquelles sont tenues les sociétés inscrites à la cote officielle :

— la publication des comptes annuels définitifs après leur approbation en assemblée générale ordinaire. Les contrôles ont porté sur les cinq cent cinquante-six sociétés dont l'exercice coïncide avec l'année civile ;

— les publications des comptes annuels provisoires et des rapports semestriels. Les statistiques portent sur quatre cent quatre-vingt douze sociétés (hors établissements de crédit et sociétés d'assurances) dont l'exercice se termine à la fin d'un semestre civil ;

— la publication de chiffres d'affaires trimestriels (hors établissements de crédit, cinq cent cinquante-trois sociétés concernées dont l'exercice se termine à la fin d'un trimestre civil).

*
* *

Deux séries de commentaires méritent d'être faits en matière de publications intérimaires.

En ce qui concerne les chiffres d'affaires, le tableau III fait apparaître une baisse importante du taux de publication dans les délais en 1987 (56,20 % en moyenne annuelle contre 72,88 % en 1986).

En fait, l'échéance réglementaire a coïncidé à trois reprises avec un samedi ou un dimanche, jour sans édition de B.A.L.O. Dans ces trois cas, les publications effectuées dans le numéro du B.A.L.O. du lundi qui a juste suivi ont été de : 21,58 % pour le chiffre d'affaires du quatrième trimestre 1986, 15,19 % pour celui du deuxième trimestre 1987, 28,98 % pour celui du troisième trimestre 1987. La moyenne annuelle se rétablit alors à 72,6 %.

En ce qui concerne les rapports semestriels, le respect du délai de quatre mois — observé par 86,38 % — est en nette augmentation sur celui de l'année précédente. Le contenu des publications s'est lui aussi amélioré, notamment en matière de publication de données consolidées intérimaires. C'est ainsi que, sur les cent cinquante-huit sociétés dont les actions sont inscrites au marché à règlement mensuel qui publient des comptes consolidés annuels et dont le premier semestre s'achève au 30 juin, soixante-et-une ont procédé à la publication d'un tableau d'activité et de résultats sous forme consolidée et quarante-sept d'entre elles l'ont assorti d'un rapport semestriel sur le groupe.

Si l'on tient compte des informations consolidées semestrielles diffusées par voie de presse au public alors que les publications au B.A.L.O. n'étaient faites que sous forme individuelle, près de cent sociétés (soit les deux tiers environ des sociétés inscrites au règlement mensuel) ont fourni des données intérimaires consolidées à la fois sur leur chiffre d'affaires et leurs résultats.

La réunion des assemblées générales

Le tableau ci-dessous fait apparaître une légère accélération dans les dates de réunion des assemblées ordinaires : le quart des cinq cent cinquante-six sociétés inscrites à la cote officielle qui ont clôturé leur exercice le 31 décembre 1986 ont tenu leur assemblée avant le 1^{er} juin 1987.

	1983	1984	1985	1986	1987
Assemblées générales tenues (en pourcentage) :					
• avant le 1 ^{er} juin	16	19	19	22	25
• entre le 1 ^{er} et le 15 juin	20	21	14	14	15
• entre le 15 et le 30 juin	62	59	66	62	58
• après le 30 juin	2	1	1	2	2

Pour ce qui est des plus importantes sociétés cotées auprès desquelles la Commission intervient en vue de publier chaque année dans son bulletin de mars les dates d'assemblées, la concentration des réunions dans la deuxième quinzaine de juin s'est atténuée (48 % contre 55 % en 1986).

TABLEAU I

Publication des comptes annuels définitifs (1)

(En pourcentage)

PUBLICATIONS	Comptes au 31 décembre 1982	Comptes au 31 décembre 1983	Comptes au 31 décembre 1984	Comptes au 31 décembre 1985	Comptes au 31 décembre 1986
Dans les délais réglementaires. (dont dans les quinze jours)	70,5 (27,9)	59 (21,2)	54,6 (6,1)	77,9 (31,5)	80 (34,5)
Moins d'un mois après l'échéance du délai réglemen- taire	23	34,5	34,8	13,5	8,5
Plus d'un mois après l'échéance du délai réglementaire	1,9	1,6	4,3	2,3	1,6
Pas de publication	4,6	4,9	6,3	6,3	9,9
	100	100	100	100	100
Nombre de sociétés concernées	594	574	558	556	556

(1) Pour l'établissement de ce tableau n'ont été retenues que les sociétés dont l'exercice se termine le 31 décembre.

TABLEAU II
Publications semestrielles (1)

(En pourcentage)

	PUBLICATIONS									
	A la fin du deuxième semestre (3)					A la fin du premier semestre (2)				
	1982	1983	1984	1985	1986	1983	1984	1985	1986	1987
Dans les délais réglementaires. (dont dans les trois mois) ..	69,16 (5,70)	57,81 (3,72)	10,86 (2,62)	22,00 (1,96)	26,99 (1,84)	86,15 (16,37)	68,73 (6,92)	54,16 (3,67)	77,84 (3,53)	86,38 (5,28)
Moins de deux semaines après l'échéance du délai réglementaire.....	13,55	22,86	7,68	21,22	19,22	5,94	24,34	31,33	18,04	9,96
Plus de deux semaines après l'échéance du délai réglementaire.....	13,91	16,54	80,15	56,00	52,16	3,06	3	9,10	2,75	2,44
Pas de publication.....	3,38	2,79	1,31	0,78	1,63	4,85	3,93	5,41	1,37	1,22
	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Nombre de sociétés concernées	561	538	534	509	489	556	534	517	510	492

(1) Pour l'établissement de ce tableau n'ont été retenues que les sociétés, autres que les banques et les compagnies d'assurance, dont l'exercice se termine à la fin d'un semestre civil.

(2) Depuis le 30 juin 1984, le tableau d'activité et de résultats prévu par le décret du 29 novembre 1983 a été substitué à la situation du bilan.

(3) Depuis le 31 décembre 1984 a été substituée à la publication de la situation provisoire du bilan la publication des comptes annuels provisoires.

TABLEAU III

Publication du chiffre d'affaires (1)

(En pourcentage)

	1983	1984	1985	1986					1987				
	Moyenne annuelle	Moyenne annuelle	Moyenne annuelle	Quatrième trimestre 1985	Premier trimestre 1986	Deuxième trimestre 1986	Troisième trimestre 1986	Moyenne annuelle	Quatrième trimestre 1986	Premier trimestre 1987	Deuxième trimestre 1987	Troisième trimestre 1987	Moyenne annuelle
Dans les délais réglementaires..... (dont dans les trente jours).....	75,30 (5,70)	70,27 (5,68)	69,89 (7,74)	67,26 (8,08)	68,09 (5,17)	80,25 (9,79)	75,93 (11,76)	72,88 (8,70)	45,50 (6,47)	73,27 (9,63)	58,23 (8,50)	47,83 (5,79)	56,20 (7,60)
Moins de deux semaines après l'échéance du délai réglementaire ..	13,68	19,52	19,30	17,70	21,03	7,12	13,55	14,85	41,55	14,37	31,28	40,76	31,99
Plus de deux semaines après l'échéance du délai réglementaire.....	8,28	6,77	6,59	6,72	3,92	4,09	8,37	5,78	5,40	5,64	3,44	2,90	4,35
Pas de publication	2,74	3,44	4,22	8,32	6,96	8,54	2,15	6,49	7,55	6,72	7,05	8,51	7,46
	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Nombre de sociétés concernées.....	623	601	581	565	561	562	561	562	556	550	553	552	553

(1) Pour l'établissement de ce tableau n'ont été retenues que les sociétés, autres que les banques inscrites, dont l'exercice se termine à la fin d'un trimestre civil.

ANNEXE X

Le contenu des rapports annuels

Les services de la Commission ont procédé, comme chaque année, à l'examen des rapports annuels des sociétés inscrites à la cote officielle. L'analyse a été menée de manière plus approfondie que précédemment en ce qui concerne les rapports des sociétés admises au règlement mensuel, la méthode suivie devant être étendue en 1988 à l'ensemble des sociétés cotées.

La synthèse concernant cent quatre-vingt-six rapports des sociétés admises au règlement mensuel permet de dégager les éléments significatifs suivants :

— en ce qui concerne la présentation de l'activité, la quantité d'information et les photographies sont fréquemment privilégiées par rapport à la qualité d'une information efficace. S'agissant de sociétés à la tête d'un groupe, un rapport sur deux ne donne qu'une information médiocre sur les filiales et une société sur trois n'estime pas nécessaire de présenter un organigramme. L'information sur l'exercice en cours et les perspectives d'avenir est inexistante dans 25 % des rapports. Un petit nombre de documents (5 %) ne permettent même pas au lecteur de déterminer quelle est l'activité de la société ;

— en ce qui concerne les renseignements financiers, 7 % des rapports ne fournissent pas de tableau de filiales et 25 % présentent des tableaux non conformes au modèle du plan comptable. Si 61 % des rapports ne contiennent pas de tableau de financement individuel, 37 % ne donnent pas non plus de tableau de financement consolidé. L'information sur les méthodes et principes de consolidation est incomplète dans 30 % des cas. Près d'un tiers des annexes aux comptes consolidés ne fournissent aucun élément sur l'amortissement de la survaleur ;

— la présentation de données boursières sur le titre et de la répartition du capital est de qualité très inégale : 90 % des rapports fournissent une information satisfaisante sur l'évolution des cours et 60 % sur l'évolution des transactions. Si 85 % des sociétés donnent des informations sur l'évolution de leur actionnariat, 30 % les accompagnent de renseignements sur la répartition des droits de vote. 72 % des rapports de sociétés ayant émis des titres donnant à terme accès à leur capital (bons de souscription, obligations convertibles, etc.) omettent toute information sur leur capital potentiel.

D'une manière générale, un rapport sur deux examinés a été considéré comme bon ou excellent, près d'un sur cinq étant estimé insuffisant.

ANNEXE XI

L'évolution des SICAV en 1987

I. — SICAV en activité

En 1987, 133 SICAV se sont ouvertes au public. Compte tenu de la transformation de deux SICAV en SICAF, le nombre de SICAV en activité au 31 décembre s'élevait à 634 :

SICAV EN ACTIVITÉ	Année	1 ^{er} tri- mestre	2 ^e tri- mestre	3 ^e tri- mestre	4 ^e tri- mestre
Nombre total de SICAV :	1986	391	425	467	505
	1987	524	557	595	634
SICAV court terme :	1986	110	116	130	146
	1987	156	174	188	205
SICAV court terme association :	1986	16	16	16	16
	1987	16	16	16	16
SICAV revenu obligataire :	1986	24	26	29	30
	1987	31	31	34	33
SICAV revenu trimestriel :	1986	9	10	10	10
	1987	11	12	13	14
SICAV gestion obligataire valeurs fran- çaises :	1986	40	49	55	56
	1987	56	56	58	58
SICAV long terme 1 ^{re} catégorie :	1986	25	26	30	33
	1987	36	38	40	42
SICAV Monory-C.E.A. :	1986	25	25	27	30
	1987	30	31	31	33
SICAV foncier immobilier :	1986	8	9	10	11
	1987	12	13	15	16

SICAV EN ACTIVITÉ	Années	1 ^{er} trimestre	2 ^e trimestre	3 ^e trimestre	4 ^e trimestre
SICAV valeurs françaises diversifiées :	1986	21	23	24	24
	1987	16	18	19	22
SICAV valeurs françaises spécialisées :	1986	4	4	5	6
	1987	5	6	7	7
SICAV valeurs françaises et étrangères diversifiées :	1986	93	103	112	123
	1987	131	137	149	161
SICAV actions étrangères :	1986	2	2	2	2
	1987	2	2	2	2
SICAV obligations étrangères :	1986	5	6	6	6
	1987	6	6	6	6
SICAV valeurs étrangères diversifiées :	1986	3	3	3	3
	1987	4	4	4	4
SICAV valeurs étrangères spécialisées :	1986	5	6	7	8
	1987	10	11	11	14
SICAV sans caractérisation sommaire :	1986	1	1	1	1
	1987	2	2	2	1

II. — ÉVOLUTION DES SOUSCRIPTIONS ET DES DEMANDES DE RACHATS (1987)

(en milliers de francs)

1987	Souscriptions brutes			Rachats			Souscriptions nettes		
	Total	Dont (*)		Total	Dont (*)		Total	Dont (*)	
		A	B		A	B		A	B
• Total	2 194 939	22 660	2 026 577	2 043 227	13 902	1 897 221	151 712	8 758	129 356
• Part du 987 	2 168 642	21 463	2 012 308	2 027 361	13 611	1 885 386	141 381	7 852	126 923
(*) A = SICAV Monory-CEA-PER. B = SICAV « court terme » + « court terme association ».									

III. — ENCOURS DES SICAV AU 31 DÉCEMBRE 1987

TABLEAU : 1

Ensemble des SICAV.

Nombre de SICAV : 634

(en kF)

Valeurs admises à la cote	595 597 745
<i>Valeurs françaises</i>	559 206 407
Obligations classiques	436 632 950
• Fonds d'État	138 664 190
• Secteur public ou s/public	208 459 625
• Secteur privé	89 509 135
Autres obligations françaises	34 759 579
Actions françaises	87 813 878
<i>Valeurs étrangères</i>	36 391 338
Obligations étrangères	11 789 352
Actions étrangères	24 601 986
Valeurs non admises à la cote	2 235 555
<i>Valeurs françaises</i>	1 426 561
Obligations libellées en francs	951 450
Actions françaiscs	475 111
<i>Valeurs étrangères</i>	808 994
Obligations libellées en devises	108 244
Actions étrangères	700 750
O.P.C.V.M.	29 971 821
SICAV	25 156 299
F.C.P.	4 815 522
Intérêts courus sur obligations	15 151 356
Titres du marché monétaire	158 352 076
Débiteurs-créditeurs divers	4 658 884
Fonds en banque	15 618 027
Actif net	821 585 464
Actif net du trimestre précédent	860 251 916
Actif net année précédente	701 826 632
Actif net hors SICAV-F.C.P.	791 613 643

TABLEAU : 2

Établissements de crédit

Nombre de SICAV : 465

(en kF)

Valeurs admises à la cote	402 164 991
<i>Valeurs françaises</i>	378 541 387
Obligations classiques	294 484 298
● Fonds d'État	80 784 950
● Secteur public ou s/public	143 911 054
● Secteur privé	69 788 294
Autres obligations françaises	28 481 254
Actions françaises	55 575 835
<i>Valeurs étrangères</i>	23 623 604
Obligations étrangères	7 244 494
Actions étrangères	16 379 110
Valeurs non admises à la cote	1 900 871
<i>Valeurs françaises</i>	1 142 909
Obligations libellées en francs	900 156
Actions françaises	242 753
<i>Valeurs étrangères</i>	757 962
Obligations libellées en devises	104 587
Actions étrangères	643 375
O.P.C.V.M.	19 300 206
SICAV	16 162 373
F.C.P.	3 137 833
Intérêts courus sur obligations	9 715 135
Titres du marché monétaire	135 394 622
Débiteurs-créditeurs divers	5 174 562
Fonds en banque	11 486 394
Actif net	585 136 781
Actif net du trimestre précédent	610 651 937
Actif net année précédente	501 325 349
Actif net hors SICAV-F.C.P.	565 836 575

TABLEAU : 3

Agents de change

Nombre de SICAV : 25

(en kF)

Valeurs admises à la cote	8 852 302
<i>Valeurs françaises</i>	8 650 531
Obligations classiques.....	8 319 539
• Fonds d'État.....	4 931 704
• Secteur public ou s/public.....	2 416 858
• Secteur privé.....	970 977
Autres obligations françaises.....	80 203
Actions françaises.....	250 789
<i>Valeurs étrangères</i>	201 771
Obligations étrangères.....	17 899
Actions étrangères.....	183 872
Valeurs non admises à la cote	9 021
<i>Valeurs françaises</i>	1 696
Obligations libellées en francs.....	
Actions françaises.....	1 696
<i>Valeurs étrangères</i>	7 325
Obligations libellées en devises.....	
Actions étrangères.....	7 325
O.P.C.V.M.	556 573
SICAV.....	499 580
F.C.P.....	56 993
Intérêts courus sur obligations	220 732
Titres du marché monétaire	756 547
Débiteurs-créditeurs divers	- 77 984
Fonds en banque	331 630
Actif net	10 648 821
Actif net du trimestre précédent	9 791 758
Actif net année précédente	7 633 315
Actif net hors SICAV-F.C.P.	10 092 248

TABLEAU : 4

Établissements à statut spécial

Nombre de SICAV : 31

(en kF)

Valeurs admises à la cote	123 281 779
<i>Valeurs françaises</i>	119 930 238
Obligations classiques	95 265 352
• Fonds d'État	33 637 012
• Secteur public ou s/public	49 137 271
• Secteur privé	12 491 069
Autres obligations françaises	3 744 854
Actions françaises	20 920 032
<i>Valeurs étrangères</i>	3 351 541
Obligations étrangères	866 847
Actions étrangères	2 484 694
Valeurs non admises à la cote	158 779
<i>Valeurs françaises</i>	149 085
Obligations libellées en francs	36 597
Actions françaises	112 488
<i>Valeurs étrangères</i>	9 694
Obligations libellées en devises	
Actions étrangères	9 694
O.P.C.V.M.	7 528 955
SICAV	6 052 462
F.C.P.	1 476 493
Intérêts courus sur obligations	3 893 702
Titres du marché monétaire	13 772 478
Débiteurs-créditeurs divers	260 686
Fonds en banque	2 575 293
Actif net	151 471 672
Actif net du trimestre précédent	159 199 557
Actif net année précédente	114 337 776
Actif net hors SICAV-F.C.P.	143 942 717

TABLEAU : 5

Compagnies d'assurances

Nombre de SICAV : 60

(en kF)

Valeurs admises à la cote	35 454 033
<i>Valeurs françaises</i>	29 130 653
Obligations classiques	18 828 040
• Fonds d'État	9 653 001
• Secteur public ou s/public	5 956 356
• Secteur privé	3 218 683
Autres obligations françaises	1 648 005
Actions françaises	8 654 608
<i>Valeurs étrangères</i>	6 323 380
Obligations étrangères	2 667 489
Actions étrangères	3 655 891
Valeurs non admises à la cote	130 589
<i>Valeurs françaises</i>	121 431
Obligations libellées en francs	14 697
Actions françaises	106 734
<i>Valeurs étrangères</i>	9 158
Obligations libellées en devises	3 657
Actions étrangères	5 501
O.P.C.V.M.	1 611 038
SICAV	1 569 831
F.C.P.	41 207
Intérêts courus sur obligations	670 816
Titres du marché monétaire	1 495 955
Débiteurs-créditeurs divers	- 213 073
Fonds en banque	472 910
Actif net	39 622 268
Actif net du trimestre précédent	44 394 992
Actif net année précédente	44 342 147
Actif net hors SICAV-F.C.P.	38 011 230

TABLEAU : 6

Compagnies financières

Nombre de SICAV : 44

(en kF)

Valeurs admises à la cote	24 574 113
<i>Valeurs françaises</i>	21 845 336
Obligations classiques.....	18 841 550
• Fonds d'État.....	9 045 238
• Secteur public ou s/public.....	6 894 358
• Secteur privé.....	2 901 954
Autres obligations françaises.....	755 449
Actions françaises.....	2 248 337
<i>Valeurs étrangères</i>	2 728 777
Obligations étrangères.....	960 031
Actions étrangères.....	1 768 746
Valeurs non admises à la cote	32 740
<i>Valeurs françaises</i>	7 885
Obligations libellées en francs.....	
Actions françaises.....	7 885
<i>Valeurs étrangères</i>	24 855
Obligations libellées en devises.....	
Actions étrangères.....	24 855
O.P.C.V.M.	860 246
SICAV.....	759 050
F.C.P.....	101 196
Intérêts courus sur obligations	636 101
Titres du marché monétaire	6 704 801
Débiteurs-créditeurs divers	- 486 223
Fonds en banque	680 779
Actif net	33 002 557
Actif net du trimestre précédent	35 187 111
Actif net année précédente	33 001 690
Actif net hors SICAV-F.C.P.	32 142 311

TABLEAU : 7

Divers

Nombre de SICAV : 4

(en kF)

Valeurs admises à la cote	851 532
<i>Valeurs françaises</i>	718 263
Obligations classiques.....	607 767
● Fonds d'État.....	450 112
● Secteur public ou s/public.....	98 388
● Secteur privé.....	59 267
Autres obligations françaises.....	19 633
Actions françaises.....	90 863
<i>Valeurs étrangères</i>	133 269
Obligations étrangères.....	7 013
Actions étrangères.....	126 256
Valeurs non admises à la cote	
<i>Valeurs françaises</i>	
Obligations libellées en francs.....	
Actions françaises.....	
<i>Valeurs étrangères</i>	
Obligations libellées en devises.....	
Actions étrangères.....	
O.P.C.V.M.	73 926
SICAV.....	72 126
F.C.P.....	1 800
Intérêts courus sur obligations	6 375
Titres du marché monétaire	182 840
Débiteurs-créditeurs divers	1 251
Fonds en banque	11 873
Actif net	1 127 797
Actif net du trimestre précédent	1 026 561
Actif net année précédente	1 186 355
Actif net hors SICAV-F.C.P.	1 053 871

TABLEAU : 8

Ensemble des SICAV
SANS CARACTÉRISATION SOMMAIRE

Nombre de SICAV : 1

(en kF)

Valeurs admises à la cote	200 613
<i>Valeurs françaises</i>	198 154
Obligations classiques	198 154
• Fonds d'État.....	198 142
• Secteur public ou s/public.....	12
• Secteur privé.....	
Autres obligations françaises.....	
Actions françaises	
<i>Valeurs étrangères</i>	2 459
Obligations étrangères.....	2 459
Actions étrangères	
Valeurs non admises à la cote	
<i>Valeurs françaises</i>	
Obligations libellées en francs.....	
Actions françaises	
<i>Valeurs étrangères</i>	
Obligations libellées en devises.....	
Actions étrangères	
O.P.C.V.M.	25 763
SICAV	25 763
F.C.P.....	
Intérêts courus sur obligations	
Titres du marché monétaire	89 346
Débiteurs-créditeurs divers	- 3 481
Fonds en banque	190 697
Actif net	502 938
Actif net du trimestre précédent	731 198
Actif net année précédente	734 619
Actif net hors SICAV-F.C.P.	477 175

TABLEAU : 9

Ensemble des SICAV
COURT TERME

Nombre de SICAV : 205

(en kF)

Valeurs admises à la cote	255 203 798
<i>Valeurs françaises</i>	254 511 184
Obligations classiques.....	240 883 122
• Fonds d'État.....	51 094 565
• Secteur public ou s/public.....	119 481 729
• Secteur privé.....	70 306 828
Autres obligations françaises.....	13 548 958
Actions françaises.....	79 104
<i>Valeurs étrangères</i>	692 614
Obligations étrangères.....	691 870
Actions étrangères.....	744
Valeurs non admises à la cote	839 999
<i>Valeurs françaises</i>	839 999
Obligations libellées en francs.....	835 461
Actions françaises.....	4 538
<i>Valeurs étrangères</i>	
Obligations libellées en devises.....	
Actions étrangères.....	
O.P.C.V.M.	10 450 644
SICAV.....	8 884 094
F.C.P.....	1 566 550
Intérêts courus sur obligations	6 812 401
Titres du marché monétaire	132 133 641
Débiteurs-créditeurs divers	4 650 917
Fonds en banque	8 661 844
Actif net	418 753 244
Actif net du trimestre précédent	400 839 199
Actif net année précédente	274 163 770
Actif net hors SICAV-F.C.P.	408 302 600

TABLEAU : 10

Ensemble des SICAV
COURT TERME ASSOCIATION

Nombre de SICAV : 16

(en kF)

Valeurs admises à la cote	14 801 333
<i>Valeurs françaises</i>	14 740 333
Obligations classiques.....	14 156 452
• Fonds d'État.....	8 376 381
• Secteur public ou s/public.....	4 295 984
• Secteur privé.....	1 484 087
Autres obligations françaises.....	579 949
Actions françaises.....	3 932
<i>Valeurs étrangères</i>	61 000
Obligations étrangères.....	61 000
Actions étrangères.....	
Valeurs non admises à la cote	20 173
<i>Valeurs françaises</i>	20 173
Obligations libellées en francs.....	17 100
Actions françaises.....	3 073
<i>Valeurs étrangères</i>	
Obligations libellées en devises.....	
Actions étrangères.....	
O.P.C.V.M.	708 644
SICAV.....	630 337
F.C.P.....	78 307
Intérêts courus sur obligations	435 573
Titres du marché monétaire	7 507 570
Débiteurs-créditeurs divers	- 140 517
Fonds en banque	81 530
Actif net	23 414 306
Actif net du trimestre précédent	25 643 886
Actif net année précédente	29 494 587
Actif net hors SICAV-F.C.P.	22 705 662

TABLEAU : 11

Ensemble des SICAV
REVENU OBLIGATAIRE - VALEURS FRANÇAISES

Nombre de SICAV : 33

(en kF)

Valeurs admises à la cote	38 356 087
<i>Valeurs françaises</i>	37 027 888
Obligations classiques.....	31 720 404
• Fonds d'État.....	13 536 741
• Secteur public ou s/public.....	14 860 170
• Secteur privé.....	3 323 493
Autres obligations françaises.....	3 900 643
Actions françaises.....	1 406 841
<i>Valeurs étrangères</i>	1 328 199
Obligations étrangères.....	1 195 932
Actions étrangères.....	132 267
Valeurs non admises à la cote	53 459
<i>Valeurs françaises</i>	30 146
Obligations libellées en francs.....	28 580
Actions françaises.....	1 566
<i>Valeurs étrangères</i>	23 313
Obligations libellées en devises.....	23 313
Actions étrangères.....	
O.P.C.V.M.	1 218 191
SICAV.....	857 249
F.C.P.....	360 942
Intérêts courus sur obligations	1 289 929
Titres du marché monétaire	1 841 645
Débiteurs-créditeurs divers	116 686
Fonds en banque	649 204
Actif net	43 525 201
Actif net du trimestre précédent	43 839 535
Actif net année précédente	41 808 820
Actif net hors SICAV-F.C.P.	42 307 010

TABLEAU : 12

Ensemble des SICAV

REVENU TRIMESTRIEL

Nombre de SICAV : 14

(en kF)

Valeurs admises à la cote	48 514 551
<i>Valeurs françaises</i>	48 208 536
Obligations classiques.....	45 429 714
• Fonds d'État.....	19 018 717
• Secteur public ou s/public.....	22 614 243
• Secteur privé.....	3 796 754
Autres obligations françaises.....	2 539 131
Actions françaises.....	239 691
<i>Valeurs étrangères</i>	306 015
Obligations étrangères.....	304 647
Actions étrangères.....	1 368
Valeurs non admises à la cote	
<i>Valeurs françaises</i>	
Obligations libellées en francs.....	
Actions françaises.....	
<i>Valeurs étrangères</i>	
Obligations libellées en devises.....	
Actions étrangères.....	
O.P.C.V.M.	2 812 290
SICAV.....	2 189 888
F.C.P.....	622 402
Intérêts courus sur obligations	2 271 804
Titres du marché monétaire	423 247
Débiteurs-créditeurs divers	- 625 778
Fonds en banque	640 658
Actif net	54 036 772
Actif net du trimestre précédent	52 446 073
Actif net année précédente	41 761 718
Actif net hors SICAV-F.C.P.	51 224 482

TABLEAU : 13

Ensemble des SICAV

GESTION OBLIGATAIRE — VALEURS FRANÇAISES

Nombre de SICAV : 58

(en kF)

Valeurs admises à la cote.	31 043 107
<i>Valeurs françaises</i>	30 384 330
Obligations classiques	28 194 135
• Fonds d'État.....	10 952 918
• Secteur public ou s/public.....	13 816 892
• Secteur privé.....	3 424 325
Autres obligations françaises	1 374 684
Actions françaises	815 511
<i>Valeurs étrangères</i>	658 777
Obligations étrangères	548 991
Actions étrangères	109 786
Valeurs non admises à la cote.	56 818
<i>Valeurs françaises</i>	56 818
Obligations libellées en francs.....	54 401
Actions françaises	2 417
<i>Valeurs étrangères</i>	
Obligations libellées en devises.....	
Actions étrangères	
O.P.C.V.M.	1 038 925
SICAV	900 776
F.C.P.....	138 149
Intérêts courus sur obligations	1 113 611
Titres du marché monétaire	4 673 154
Débiteurs-créditeurs divers	254 678
Fonds en banque	693 905
Actif net	38 874 198
Actif net du trimestre précédent	41 591 907
Actif net année précédente	50 711 678
Actif net hors SICAV-F.C.P.	37 835 273

TABLEAU : 14

Ensemble des SICAV

LONG TERME 1^{re} CATÉGORIE

Nombre de SICAV : 42

(en kF)

Valeurs admises à la cote	19 869 141
<i>Valeurs françaises</i>	19 755 482
Obligations classiques.....	18 335 441
● Fonds d'État.....	10 181 114
● Secteur public ou s/public.....	8 050 457
● Secteur privé.....	103 870
Autres obligations françaises.....	1 417 981
Actions françaises.....	2 060
<i>Valeurs étrangères</i>	113 659
Obligations étrangères.....	113 659
Actions étrangères.....	
Valeurs non admises à la cote	381
<i>Valeurs françaises</i>	381
Obligations libellées en francs.....	381
Actions françaises.....	
<i>Valeurs étrangères</i>	
Obligations libellées en devises.....	
Actions étrangères.....	
O.P.C.V.M.	676 580
SICAV.....	399 839
F.C.P.....	276 741
Intérêts courus sur obligations	714 428
Titres du marché monétaire	1 910 276
Débiteurs-créditeurs divers	254 735
Fonds en banque	165 223
Actif net	23 590 764
Actif net du trimestre précédent	25 538 545
Actif net année précédente	25 795 210
Actif net hors SICAV-F.C.P.	22 914 184

TABLEAU : 15

Ensemble des SICAV

MONORY - C.E.A. - P.E.R.

Nombre de SICAV : 33

(en kF)

Valeurs admises à la cote	86 928 720
<i>Valeurs françaises</i>	83 713 029
Obligations classiques	23 211 599
• Fonds d'État	9 885 410
• Secteur public ou s/public	11 578 051
• Secteur privé	1 748 138
Autres obligations françaises	4 612 454
Actions françaises	55 888 976
<i>Valeurs étrangères</i>	3 215 691
Obligations étrangères	462 074
Actions étrangères	2 753 617
Valeurs non admises à la cote	261 317
<i>Valeurs françaises</i>	218 383
Obligations libellées en francs	
Actions françaises	218 383
<i>Valeurs étrangères</i>	42 934
Obligations libellées en devises	
Actions étrangères	42 934
O.P.C.V.M.	4 116 306
SICAV	3 687 213
F.C.P.	429 093
Intérêts courus sur obligations	992 766
Titres du marché monétaire	2 634 135
Débiteurs-créditeurs divers	- 41 237
Fonds en banque	1 198 880
Actif net	96 090 887
Actif net du trimestre précédent	118 514 463
Actif net année précédente	109 580 718
Actif net hors SICAV-F.C.P.	91 974 581

TABLEAU : 16

Ensemble des SICAV

FONCIER — IMMOBILIER

Nombre de SICAV : 16

(en kF)

Valeurs admises à la cote	14 501 830
<i>Valeurs françaises</i>	13 221 776
Obligations classiques	3 773 984
• Fonds d'État	1 579 560
• Secteur public ou s/public	1 655 093
• Secteur privé	539 331
Autres obligations françaises	858 782
Actions françaises	8 589 010
<i>Valeurs étrangères</i>	1 280 054
Obligations étrangères	58 195
Actions étrangères	1 221 859
Valeurs non admises à la cote	165 606
<i>Valeurs françaises</i>	81 500
Obligations libellées en francs	6 247
Actions françaises	75 253
<i>Valeurs étrangères</i>	84 106
Obligations libellées en devises	24 922
Actions étrangères	59 184
O.P.C.V.M.	759 241
SICAV	715 162
F.C.P.	44 079
Intérêts courus sur obligations	181 965
Titres du marché monétaire	281 394
Débiteurs-créditeurs divers	40 916
Fonds en banque	298 333
Actif net	16 229 285
Actif net du trimestre précédent	18 476 605
Actif net année précédente	16 538 978
Actif net hors SICAV-F.C.P.	15 470 044

TABLEAU : 17

Ensemble des SICAV

VALEURS FRANÇAISES DIVERSIFIÉES

Nombre de SICAV : 22

(en kF)

Valeurs admises à la cote	14 686 018
<i>Valeurs françaises</i>	13 214 534
Obligati ons classiques.....	4 600 545
• Fonds d'État.....	1 764 666
• Secteur public ou s/public.....	1 898 995
• Secteur privé.....	936 884
Autres obli gations françaises.....	693 892
Actions françaises.....	7 920 097
<i>Valeurs étrangères</i>	1 471 484
Obligati ons étrangères.....	178 210
Actions étrangères.....	1 293 274
Valeurs non admises à la cote	135 278
<i>Valeurs françaises</i>	80 137
Obligati ons libellées en francs.....	1 138
Actions françaises.....	78 999
<i>Valeurs étrangères</i>	55 141
Obligati ons libellées en devises.....	53 854
Actions étrangères.....	1 287
O.P.C.V.M.	1 231 822
SICAV.....	1 166 120
F.C.P.....	65 702
Intérêts courus sur obligations	214 479
Titres du marché monétaire	943 125
Débiteurs-créditeurs divers	73 260
Fonds en banque	201 281
Actif net	17 485 263
Actif net du trimestre précédent	24 180 641
Actif net année précédente	20 533 416
Actif net hors SICAV-F.C.P.	16 253 441

TABLEAU : 18

Ensemble des SICAV

VALEURS FRANÇAISES SPÉCIALISÉES

Nombre de SICAV : 7

(en kF)

Valeurs admises à la cote	561 451
<i>Valeurs françaises</i>	355 682
Obligations classiques.....	198 954
● Fonds d'État.....	126 668
● Secteur public ou s/public.....	60 940
● Secteur privé.....	11 346
Autres obligations françaises.....	25 408
Actions françaises.....	131 320
<i>Valeurs étrangères</i>	205 769
Obligations étrangères.....	5 596
Actions étrangères.....	200 173
Valeurs non admises à la cote	19 028
<i>Valeurs françaises</i>	3 561
Obligations libellées en francs.....	
Actions françaises.....	3 561
<i>Valeurs étrangères</i>	15 467
Obligations libellées en devises.....	
Actions étrangères.....	15 467
O.P.C.V.M.	70 416
SICAV.....	41 608
F.C.P.....	28 808
Intérêts courus sur obligations	11 521
Titres du marché monétaire	80 007
Débiteurs-créditeurs divers	- 18 910
Fonds en banque	54 750
Actif net	778 263
Actif net du trimestre précédent	1 277 531
Actif net année précédente	754 382
Actif net hors SICAV-F.C.P.	707 847

TABLEAU : 19

Ensemble des SICAV

VALEURS FRANÇAISES ET ÉTRANGÈRES DIVERSIFIÉES

Nombre de SICAV : 161

(en kF)

Valeurs admises à la cote	58 103 094
<i>Valeurs françaises</i>	37 062 154
Obligations classiques.....	21 396 802
• Fonds d'État.....	10 140 282
• Secteur public ou s/public.....	7 909 565
• Secteur privé.....	3 346 955
Autres obligations françaises.....	4 711 739
Actions françaises.....	10 953 613
<i>Valeurs étrangères</i>	21 040 940
Obligations étrangères.....	6 887 699
Actions étrangères.....	14 153 241
Valeurs non admises à la cote	588 473
<i>Valeurs françaises</i>	88 140
Obligations libellées en francs.....	8 142
Actions françaises.....	79 998
<i>Valeurs étrangères</i>	500 333
Obligations libellées en devises.....	6 155
Actions étrangères.....	494 178
O.P.C.V.M.	5 726 577
SICAV.....	4 666 238
F.C.P.....	1 060 339
Intérêts courus sur obligations	931 959
Titres du marché monétaire	5 076 913
Débiteurs-créditeurs divers	105 330
Fonds en banque	2 278 594
Actif net	72 810 940
Actif net du trimestre précédent	88 644 916
Actif net année précédente	74 600 072
Actif net hors SICAV-F.C.P.	67 084 363

TABLEAU : 20

Ensemble des SICAV

ACTIONS ÉTRANGÈRES

Nombre de SICAV : 2

(en kF)

Valeurs admises à la cote	940 831
<i>Valeurs françaises</i>	320 826
Obligations classiques	318 749
• Fonds d'État	194 684
• Secteur public ou s/public	124 065
• Secteur privé	
Autres obligations françaises	1 000
Actions françaises	1 077
<i>Valeurs étrangères</i>	620 005
Obligations étrangères	347 349
Actions étrangères	272 656
Valeurs non admises à la cote	21 292
<i>Valeurs françaises</i>	
Obligations libellées en francs	
Actions françaises	
<i>Valeurs étrangères</i>	21 292
Obligations libellées en devises	
Actions étrangères	21 292
O.P.C.V.M.	22 065
SICAV	22 065
F.C.P.	
Intérêts courus sur obligations	20 891
Titres du marché monétaire	41 652
Débiteurs-créditeurs divers	4 287
Fonds en banque	42 197
Actif net	1 093 215
Actif net du trimestre précédent	1 502 904
Actif net année précédente	1 677 347
Actif net hors SICAV-F.C.P.	1 071 150

TABLEAU : 21

Ensemble des SICAV

OBLIGATIONS ÉTRANGÈRES

Nombre de SICAV : 6

(en kF)

Valeurs admises à la cote	1 609 576
<i>Valeurs françaises</i>	850 910
Obligations classiques.....	587 096
• Fonds d'État.....	212 358
• Secteur public ou s/public.....	287 379
• Secteur privé.....	87 359
Autres obligations françaises.....	187 573
Actions françaises.....	76 241
<i>Valeurs étrangères</i>	758 666
Obligations étrangères.....	743 142
Actions étrangères.....	15 524
Valeurs non admises à la cote	
<i>Valeurs françaises</i>	
Obligations libellées en francs.....	
Actions françaises.....	
<i>Valeurs étrangères</i>	
Obligations libellées en devises.....	
Actions étrangères.....	
O.P.C.V.M.	91 195
SICAV.....	89 998
F.C.P.....	1 197
Intérêts courus sur obligations	49 090
Titres du marché monétaire	55 400
Débiteurs-créditeurs divers	- 77 885
Fonds en banque	81 039
Actif net	1 808 415
Actif net du trimestre précédent	1 901 560
Actif net année précédente	2 520 185
Actif net hors SICAV-F.C.P.	1 717 220

TABLEAU : 22

Ensemble des SICAV

VALEURS ÉTRANGÈRES DIVERSIFIÉES

Nombre de SICAV : 4

(en kF)

Valeurs admises à la cote	5 502 288
<i>Valeurs françaises</i>	2 763 271
Obligations classiques.....	1 726 160
● Fonds d'État.....	537 823
● Secteur public ou s/public.....	1 037 284
● Secteur privé.....	151 053
Autres obligations françaises.....	240 728
Actions françaises.....	796 383
<i>Valeurs étrangères</i>	2 739 017
Obligations étrangères.....	102 378
Actions étrangères.....	2 636 639
Valeurs non admises à la cote	20 120
<i>Valeurs françaises</i>	7 323
Obligations libellées en francs.....	
Actions françaises.....	7 323
<i>Valeurs étrangères</i>	12 797
Obligations libellées en devises.....	
Actions étrangères.....	12 797
O.P.C.V.M.	748 373
SICAV.....	629 878
F.C.P.....	118 495
Intérêts courus sur obligations	33 254
Titres du marché monétaire	435 873
Débiteurs-créditeurs divers	29 317
Fonds en banque	229 218
Actif net	6 998 443
Actif net du trimestre précédent	8 753 867
Actif net année précédente	6 715 697
Actif net hors SICAV-F.C.P.	6 250 070

TABLEAU : 23

Ensemble des SICAV

VALEURS ÉTRANGÈRES SPÉCIALISÉES

Nombre de SICAV : 14

(en kF)

Valeurs admises à la cote	4 775 307
<i>Valeurs françaises</i>	2 878 318
Obligations classiques	1 901 639
● Fonds d'État	864 161
● Secteur public ou s/public	788 766
● Secteur privé	248 712
Autres obligations françaises	66 657
Actions françaises	910 022
<i>Valeurs étrangères</i>	1 896 989
Obligations étrangères	86 151
Actions étrangères	1 810 838
Valeurs non admises à la cote	53 611
<i>Valeurs françaises</i>	
Obligations libellées en francs	
Actions françaises	
<i>Valeurs étrangères</i>	53 611
Obligations libellées en devises	
Actions étrangères	53 611
O.P.C.V.M.	274 789
SICAV	250 071
F.C.P.	24 718
Intérêts courus sur obligations	77 685
Titres du marché monétaire	224 698
Débiteurs-créditeurs divers	36 566
Fonds en banque	150 674
Actif net	5 593 330
Actif net du trimestre précédent	6 369 086
Actif net année précédente	4 435 435
Actif net hors SICAV-F.C.P.	5 318 541

ANNEXE XII

Les fonds communs de placement à vocation générale

I. — Les gérants

Au 31 décembre 1987, 266 sociétés de gestion de fonds communs de placement « à vocation générale » avaient été agréées. En outre, conformément aux dispositions de la loi, 99 établissements financiers géraient directement les fonds communs constitués.

*Répartition au 31 décembre 1987 des sociétés de gestion
et des établissements financiers gérant directement*

	SOCIÉTÉ de gestion	ÉTABLISSEMENTS financiers
Agents de change	82	1
Établissements de crédit	151	82
Établissements à statut spécial	15	1
Institutions financières spécialisées	2	1
Compagnies d'assurances	3	13
Divers	13	1
Total	266	99

II. — Fonds communs de placement en activité

Nombre de fonds par type de gérants au 31 décembre 1987

Agents de change	643
Établissements de crédit	2 113
Établissements à statut spécial	188
Compagnies d'assurances	30
Divers	55
Total	3 029

III. — Évolution des souscriptions et des rachats au 31 décembre 1987

Pendant l'année 1987, les souscriptions nettes ont atteint 22,9 milliards de francs dont 1,7 milliard pour les fonds communs MONORY-C.E.A.-P.E.R. (107 au 31 décembre 1987) et 8,8 milliards pour les fonds communs « court terme » et « court terme association » (703 au 31 décembre 1987).

Souscriptions et rachats sur 1987

	SOUSCRIPTIONS BRUTES			RACHATS			SOUSCRIPTIONS NETTES		
	TOTAL	DONT (*)		TOTAL	DONT (*)		TOTAL	DONT (*)	
		A	B		A	B		A	B
1982	44 091	148	33 994	22 994	72	20 172	21 097	76	13 822
1983	86 580	623	49 680	49 730	137	36 310	36 850	486	13 370
1984	166 261	952	97 654	108 547	336	69 583	57 714	616	28 071
1985	251 361	1 173	170 184	189 441	445	136 958	61 920	728	33 226
1986	289 131	3 962	130 152	219 791	948	113 145	69 340	3 014	17 007
1987	356 684	3 987	210 935	330 730	2 236	193 113	22 954	1 751	8 822

(*) A = Fonds MONORY-C.E.A.-P.E.R.
B = Fonds « court terme » + « court terme associations ».

Répartition des sociétés de gestion en fonction des titres gérés

FONDATEURS	NOMBRE de sociétés de gestion	DONT					
		Titre I	Titre II	Titre II bis	Titres I et II	Titres I et II bis	Titres I-II et II bis
Agents de change...	82	8	—	2	64	6	2
Établissements de crédit.....	151	28	—	18	47	12	46
Établissements à statut spécial.....	15	2	—	1	3	3	6
Institutions financières spécialisées .	2	—	—	1	1	—	—
Compagnies d'assurances	3	—	—	—	3	—	—
Divers	13	3	—	6	1	1	2
Total	266	41	—	28	119	22	56

IV. — Évolution des actifs nets

Les actifs des fonds communs à vocation générale au 31 décembre 1987 s'élevaient à 269,8 milliards de francs dont 7,4 milliards pour les fonds communs MONORY-C.E.A.-P.E.R. et 78,8 milliards pour les fonds communs « court terme » et « court terme associations ».

	TOTAL	ACTIF GLOBAL	
		DONT	
		A	B
31 décembre 1982.....	37 739	477	20,5
30 juin 1983.....	58 926	614	28,7
31 décembre 1983.....	82 808	1 202	36,6
30 juin 1984.....	108 486	1 425	51,3
31 décembre 1984.....	137 405	2 004	65,1
30 juin 1985.....	173 020	2 644	82,6
31 décembre 1985.....	194 121	3 486	90,7
30 juin 1986.....	249 935	5 659	102,0
31 décembre 1986.....	274 119	8 120	73,4
30 juin 1987.....	297 063	10 410	76,2
31 décembre 1987.....	269 829	7 367	78,8

V. — ENCOURS DES FONDS COMMUNS DE PLACEMENT
AU 31 DÉCEMBRE 1987

TABLEAU : 1

Ensemble des fonds communs à vocation générale.

Nombre de fonds : 3 029

(en kF)

Valeurs admises à la cote	199 528 160
<i>Valeurs françaises</i>	175 327 869
Obligations classiques.....	149 423 986
• Fonds d'État.....	41 936 101
• Secteur public ou s/public.....	75 044 229
• Secteur privé.....	32 443 656
Autres obligations françaises.....	6 828 187
Actions françaises.....	19 075 696
<i>Valeurs étrangères</i>	24 200 291
Obligations étrangères.....	5 043 791
Actions étrangères.....	19 156 500
Valeurs non admises à la cote	2 060 338
<i>Valeurs françaises</i>	936 969
Obligations libellées en francs.....	419 449
Actions françaises.....	517 520
<i>Valeurs étrangères</i>	1 123 369
Obligations libellées en devises.....	171 576
Actions étrangères.....	951 793
O.P.C.V.M.	33 522 150
SICAV.....	25 963 288
F.C.P.....	7 558 862
Intérêts courus sur obligations	5 566 313
Titres du marché monétaire	17 981 893
Débiteurs-créditeurs divers	- 126 040
Fonds en banque	11 295 928
Actif net	269 828 742
Actif net du semestre précédent	297 063 158
Actif net année précédente	274 119 574
Actif net hors SICAV-F.C.P.	236 306 592

TABLEAU : 2

Établissements de crédit

Nombre de fonds : 2 113

(en kF)

Valeurs admises à la cote	155 538 229
<i>Valeurs françaises</i>	137 353 527
Obligations classiques.....	117 888 383
• Fonds d'État.....	31 340 129
• Secteur public ou s/public.....	60 081 329
• Secteur privé.....	26 466 925
Autres obligations françaises.....	5 977 397
Actions françaises.....	13 487 747
<i>Valeurs étrangères</i>	18 184 702
Obligations étrangères.....	3 152 490
Actions étrangères.....	15 032 212
Valeurs non admises à la cote	1 376 273
<i>Valeurs françaises</i>	502 590
Obligations libellées en francs.....	216 364
Actions françaises.....	286 226
<i>Valeurs étrangères</i>	873 683
Obligations libellées en devises.....	165 806
Actions étrangères.....	707 877
O.P.C.V.M.	26 319 698
SICAV.....	19 947 304
F.C.P.....	6 372 394
Intérêts courus sur obligations	4 631 082
Titres du marché monétaire	14 926 642
Débiteurs-créditeurs divers	- 55 405
Fonds en banque	7 645 495
Actif net	210 382 014
Actif net du semestre précédent	227 699 552
Actif net année précédente	211 581 631
Actif net hors SICAV-F.C.P.	184 062 316

TABLEAU : 3

Agents de change

Nombre de fonds : 643

(en kF)

Valeurs admises à la cote.....	21 749 311
<i>Valeurs françaises.....</i>	18 496 593
Obligations classiques.....	13 755 183
• Fonds d'État.....	5 103 518
• Secteur public ou s/public.....	4 978 478
• Secteur privé.....	3 673 187
Autres obligations françaises.....	594 934
Actions françaises.....	4 146 476
<i>Valeurs étrangères.....</i>	3 252 718
Obligations étrangères.....	458 555
Actions étrangères.....	2 794 163
Valeurs non admises à la cote.....	321 969
<i>Valeurs françaises.....</i>	239 140
Obligations libellées en francs.....	182 754
Actions françaises.....	56 386
<i>Valeurs étrangères.....</i>	82 829
Obligations libellées en devises.....	2 352
Actions étrangères.....	80 477
O.P.C.V.M.....	4 473 951
SICAV.....	3 658 060
F.C.P.....	815 891
Intérêts courus sur obligations.....	343 477
Titres du marché monétaire.....	2 385 488
Débiteurs-créditeurs divers.....	80 103
Fonds en banque.....	1 325 658
Actif net.....	30 679 957
Actif net du semestre précédent.....	36 447 217
Actif net année précédente.....	34 792 587
Actif net hors SICAV-F.C.P.....	26 206 006

TABLEAU : 4

Établissements à statut spécial

Nombre de fonds : 188

(en kF)

Valeurs admises à la cote	18 500 775
<i>Valeurs françaises</i>	15 796 362
Obligations classiques.....	14 519 770
• Fonds d'État.....	4 311 637
• Secteur public ou s/public.....	8 347 442
• Secteur privé.....	1 860 691
Autres obligations françaises.....	141 554
Actions françaises.....	1 135 038
<i>Valeurs étrangères</i>	2 704 413
Obligations étrangères.....	1 423 451
Actions étrangères.....	1 280 962
Valeurs non admises à la cote	213 004
<i>Valeurs françaises</i>	188 224
Obligations libellées en francs.....	13 856
Actions françaises.....	174 368
<i>Valeurs étrangères</i>	24 780
Obligations libellées en devises.....	3 418
Actions étrangères.....	21 362
O.P.C.V.M.	1 917 908
SICAV.....	1 583 026
F.C.P.....	334 882
Intérêts courus sur obligations	484 837
Titres du marché monétaire	587 313
Débiteurs-créditeurs divers	- 245 478
Fonds en banque	1 926 356
Actif net	23 384 715
Actif net du semestre précédent	28 146 767
Actif net année précédente	24 924 217
Actif net hors SICAV-F.C.P.	21 466 807

TABLEAU : 5

Institutions financières spécialisées

Nombre de fonds : 1

(en kF)

Valeurs admises à la cote	4 499
<i>Valeurs françaises</i>	4 499
Obligations classiques	4 499
• Fonds d'État	
• Secteur public ou s/public	4 499
• Secteur privé	
Autres obligations françaises	
Actions françaises	
<i>Valeurs étrangères</i>	
Obligations étrangères	
Actions étrangères	
Valeurs non admises à la cote	
<i>Valeurs françaises</i>	
Obligations libellées en francs	
Actions françaises	
<i>Valeurs étrangères</i>	
Obligations libellées en devises	
Actions étrangères	
O.P.C.V.M.	
SICAV	
F.C.P.	
Intérêts courus sur obligations	21
Titres du marché monétaire	
Débiteurs-créditeurs divers	
Fonds en banque	11
Actif net	4 531
Actif net hors SICAV-F.C.P.	4 531

TABLEAU : 6

Compagnies d'assurances

Nombre de fonds : 30

(en kF)

Valeurs admises à la cote	2 308 790
<i>Valeurs françaises</i>	2 304 205
Obligations classiques.....	2 128 177
• Fonds d'État.....	693 383
• Secteur public ou s/public.....	1 059 794
• Secteur privé.....	375 000
Autres obligations françaises.....	6 941
Actions françaises.....	169 087
<i>Valeurs étrangères</i>	4 585
Obligations étrangères.....	
Actions étrangères.....	4 585
Valeurs non admises à la cote	148 552
<i>Valeurs françaises</i>	6 475
Obligations libellées en francs.....	6 475
Actions françaises.....	
<i>Valeurs étrangères</i>	142 077
Obligations libellées en devises.....	
Actions étrangères.....	142 077
O.P.C.V.M.	301 772
SICAV.....	281 222
F.C.P.....	20 550
Intérêts courus sur obligations	75 350
Titres du marché monétaire	42 609
Débiteurs-créditeurs divers	82 896
Fonds en banque	18 328
Actif net	2 978 297
Actif net du semestre précédent	2 887 016
Actif net année précédente	2 506 368
Actif net hors SICAV-F.C.P.	2 676 525

TABLEAU : 7

Divers

Nombre de fonds : 54

(en kF)

Valeurs admises à la cote	1 426 556
<i>Valeurs françaises</i>	1 372 683
Obligations classiques.....	1 127 974
• Fonds d'État.....	487 434
• Secteur public ou s/public.....	572 687
• Secteur privé.....	67 853
Autres obligations françaises.....	107 361
Actions françaises.....	137 348
<i>Valeurs étrangères</i>	53 873
Obligations étrangères.....	9 295
Actions étrangères.....	44 578
Valeurs non admises à la cote	540
<i>Valeurs françaises</i>	540
Obligations libellées en francs.....	
Actions françaises.....	540
<i>Valeurs étrangères</i>	
Obligations libellées en devises.....	
Actions étrangères.....	
O.P.C.V.M.	508 821
SICAV.....	493 676
F.C.P.....	15 145
Intérêts courus sur obligations	31 546
Titres du marché monétaire	39 841
Débiteurs-créditeurs divers	11 844
Fonds en banque	380 080
Actif net	2 399 228
Actif net du semestre précédent	1 882 606
Actif net année précédente	314 771
Actif net hors SICAV-F.C.P.	1 890 407

TABLEAU : 8

Ensemble des fonds
SANS CARACTÉRISATION SOMMAIRE

Nombre de fonds : 369

(en kF)

Valeurs admises à la cote	22 847 675
<i>Valeurs françaises</i>	18 010 369
Obligations classiques	14 913 422
• Fonds d'État	3 665 262
• Secteur public ou s/public	8 890 943
• Secteur privé	2 357 217
Autres obligations françaises	1 105 763
Actions françaises	1 991 184
<i>Valeurs étrangères</i>	4 837 306
Obligations étrangères	1 123 426
Actions étrangères	3 713 880
Valeurs non admises à la cote	228 331
<i>Valeurs françaises</i>	95 003
Obligations libellées en francs	112
Actions françaises	94 891
<i>Valeurs étrangères</i>	133 328
Obligations libellées en devises	40
Actions étrangères	133 288
O.P.C.V.M.	4 524 338
SICAV	3 042 663
F.C.P.	1 481 675
Intérêts courus sur obligations	804 759
Titres du marché monétaire	911 439
Débiteurs-créditeurs divers	145 402
Fonds en banque	1 085 108
Actif net	30 547 052
Actif net du semestre précédent	36 546 333
Actif net année précédente	34 917 035
Actif net hors SICAV-F.C.P.	26 022 714

TABLEAU : 9

Ensemble des fonds
COURT TERME

Nombre de fonds : 656

(en kF)

Valeurs admises à la cote	50 291 013
<i>Valeurs françaises</i>	50 168 574
Obligations classiques	49 136 375
• Fonds d'État	12 990 321
• Secteur public ou s/public	21 386 757
• Secteur privé	14 759 297
Autres obligations françaises	960 612
Actions françaises	71 587
<i>Valeurs étrangères</i>	122 439
Obligations étrangères	114 816
Actions étrangères	7 623
Valeurs non admises à la cote	200 097
<i>Valeurs françaises</i>	193 249
Obligations libellées en francs	193 006
Actions françaises	243
<i>Valeurs étrangères</i>	6 848
Obligations libellées en devises	
Actions étrangères	6 848
O.P.C.V.M.	8 843 728
SICAV	6 761 129
F.C.P.	2 082 599
Intérêts courus sur obligations	1 377 744
Titres du marché monétaire	9 330 202
Débiteurs-créditeurs divers	- 239 657
Fonds en banque	2 996 326
Actif net	72 799 453
Actif net du semestre précédent	68 866 841
Actif net année précédente	65 205 742
Actif net hors SICAV-F.C.P.	63 955 725

TABLEAU : 10

Ensemble des fonds
COURT TERME ASSOCIATION

Nombre de fonds : 47

(en kF)

Valeurs admises à la cote	4 452 596
<i>Valeurs françaises</i>	4 414 398
Obligations classiques	4 389 143
• Fonds d'État	1 770 265
• Secteur public ou s/public	2 233 670
• Secteur privé	385 208
Autres obligations françaises	17 389
Actions françaises	7 866
<i>Valeurs étrangères</i>	38 198
Obligations étrangères	38 198
Actions étrangères	
Valeurs non admises à la cote	14 084
<i>Valeurs françaises</i>	14 084
Obligations libellées en francs	14 084
Actions françaises	
<i>Valeurs étrangères</i>	
Obligations libellées en devises	
Actions étrangères	
O.P.C.V.M.	757 083
SICAV	592 099
F.C.P.	164 984
Intérêts courus sur obligations	165 051
Titres du marché monétaire	471 705
Débiteurs-créditeurs divers	11 813
Fonds en banque	127 085
Actif net	5 999 417
Actif net du semestre précédent	7 363 071
Actif net année précédente	8 256 529
Actif net hors SICAV-F.C.P.	5 242 334

TABLEAU : 11

Ensemble des fonds
REVENU OBLIGATAIRE - VALEURS FRANÇAISES

Nombre de fonds : 245

(en kF)

Valeurs admises à la cote	18 541 808
<i>Valeurs françaises</i>	18 485 958
Obligations classiques	17 727 367
• Fonds d'État	4 840 841
• Secteur public ou s/public	9 715 953
• Secteur privé	3 170 573
Autres obligations françaises	659 486
Actions françaises	99 105
<i>Valeurs étrangères</i>	55 850
Obligations étrangères	55 850
Actions étrangères	
Valeurs non admises à la cote	146 671
<i>Valeurs françaises</i>	40 331
Obligations libellées en francs	38 903
Actions françaises	1 428
<i>Valeurs étrangères</i>	106 340
Obligations libellées en devises	
Actions étrangères	106 340
O.P.C.V.M.	3 604 560
SICAV	3 211 318
F.C.P.	393 242
Intérêts courus sur obligations	706 830
Titres du marché monétaire	2 707 605
Débiteurs-créditeurs divers	97 243
Fonds en banque	410 221
Actif net	26 214 938
Actif net du semestre précédent	31 784 512
Actif net année précédente	29 320 077
Actif net hors SICAV-F.C.P.	22 610 378

TABLEAU : 12

Ensemble de fonds

REVENU TRIMESTRIEL

Nombre de fonds : 136

(en kF)

Valeurs admises à la cote	31 062 872
<i>Valeurs françaises</i>	31 003 826
Obligations classiques.....	29 343 624
• Fonds d'État.....	3 191 476
• Secteur public ou s/public.....	19 647 649
• Secteur privé.....	6 504 499
Autres obligations françaises.....	1 450 144
Actions françaises.....	210 058
<i>Valeurs étrangères</i>	59 046
Obligations étrangères.....	58 408
Actions étrangères.....	638
Valeurs non admises à la cote	52 117
<i>Valeurs françaises</i>	52 117
Obligations libellées en francs.....	51 833
Actions françaises.....	284
<i>Valeurs étrangères</i>	
Obligations libellées en devises.....	
Actions étrangères.....	
O.P.C.V.M.	1 615 032
SICAV.....	920 362
F.C.P.....	694 670
Intérêts courus sur obligations	1 360 744
Titres du marché monétaire	338 867
Débiteurs-créditeurs divers	- 103 975
Fonds en banque	623 428
Actif net	34 949 085
Actif net du semestre précédent	35 716 188
Actif net année précédente	34 485 148
Actif net hors SICAV-F.C.P.	33 334 053

TABLEAU : 13

Ensemble des fonds

GESTION OBLIGATAIRE — VALEURS FRANÇAISES

Nombre de fonds : 285

(en kF)

Valeurs admises à la cote.....	23 420 044
<i>Valeurs françaises</i>	23 209 929
Obligations classiques.....	21 757 049
• Fonds d'État.....	9 196 629
• Secteur public ou s/public.....	8 663 013
• Secteur privé.....	3 897 407
Autres obligations françaises.....	1 325 375
Actions françaises.....	127 505
<i>Valeurs étrangères</i>	210 115
Obligations étrangères.....	208 672
Actions étrangères.....	1 443
Valeurs non admises à la cote.....	68 247
<i>Valeurs françaises</i>	65 086
Obligations libellées en francs.....	48 220
Actions françaises.....	16 866
<i>Valeurs étrangères</i>	3 161
Obligations libellées en devises.....	
Actions étrangères.....	3 161
O.P.C.V.M.....	5 836 776
SICAV.....	4 667 218
F.C.P.....	1 169 558
Intérêts courus sur obligations.....	593 811
Titres du marché monétaire.....	1 516 626
Débiteurs-créditeurs divers.....	89 053
Fonds en banque.....	806 659
Actif net.....	32 331 216
Actif net du semestre précédent.....	35 793 300
Actif net année précédente.....	40 120 324
Actif net hors SICAV-F.C.P.....	26 494 440

TABLEAU : 14

Ensemble des fonds

LONG TERME 1^{re} CATÉGORIE

Nombre de fonds : 46

(en kF)

Valeurs admises à la cote	4 100 644
<i>Valeurs françaises</i>	4 094 979
Obligations classiques.....	3 956 812
• Fonds d'État.....	2 144 275
• Secteur public ou s/public.....	1 695 848
• Secteur privé.....	116 689
Autres obligations françaises.....	134 566
Actions françaises.....	3 601
<i>Valeurs étrangères</i>	5 665
Obligations étrangères.....	5 665
Actions étrangères.....	
Valeurs non admises à la cote	7 328
<i>Valeurs françaises</i>	6 393
Obligations libellées en francs.....	6 393
Actions françaises.....	
<i>Valeurs étrangères</i>	935
Obligations libellées en devises.....	
Actions étrangères.....	935
O.P.C.V.M.	519 933
SICAV.....	454 372
F.C.P.....	65 561
Intérêts courus sur obligations	221 109
Titres du marché monétaire	179 383
Débiteurs-créditeurs divers	- 67 308
Fonds en banque	934 815
Actif net	5 895 904
Actif net du semestre précédent	6 123 622
Actif net année précédente	5 294 338
Actif net hors SICAV-F.C.P.	5 375 971

TABLEAU : 15

Ensemble des fonds

MONORY - C.E.A. - P.E.R.

Nombre de fonds : 107

(en kF)

Valeurs admises à la cote	6 380 957
<i>Valeurs françaises</i>	6 102 408
Obligations classiques	468 204
• Fonds d'État	122 968
• Secteur public ou s/public	285 071
• Secteur privé	60 165
Autres obligations françaises	135 564
Actions françaises	5 498 640
<i>Valeurs étrangères</i>	278 549
Obligations étrangères	102 073
Actions étrangères	176 476
Valeurs non admises à la cote	187 371
<i>Valeurs françaises</i>	166 351
Obligations libellées en francs	2 162
Actions françaises	164 189
<i>Valeurs étrangères</i>	21 020
Obligations libellées en devises	3 418
Actions étrangères	17 602
O.P.C.V.M.	463 315
SICAV	329 293
F.C.P.	134 022
Intérêts courus sur obligations	14 723
Titres du marché monétaire	116 750
Débiteurs-créditeurs divers	14 363
Fonds en banque	189 793
Actif net	7 367 272
Actif net du semestre précédent	10 410 462
Actif net année précédente	8 120 028
Actif net hors SICAV-F.C.P.	6 903 957

TABLEAU : 16

Ensemble des fonds
FONCIER — IMMOBILIER

Nombre de fonds : 33

(en kF)

Valeurs admises à la cote	1 362 995
<i>Valeurs françaises</i>	1 183 668
Obligations classiques.....	186 875
• Fonds d'État.....	54 532
• Secteur public ou s/public.....	71 086
• Secteur privé.....	61 257
Autres obligations françaises.....	17 230
Actions françaises.....	979 563
<i>Valeurs étrangères</i>	179 327
Obligations étrangères.....	3 893
Actions étrangères.....	175 434
Valeurs non admises à la cote	49 741
<i>Valeurs françaises</i>	29 985
Obligations libellées en francs.....	
Actions françaises.....	29 985
<i>Valeurs étrangères</i>	19 756
Obligations libellées en devises.....	
Actions étrangères.....	19 756
O.P.C.V.M.	109 167
SICAV.....	55 245
F.C.P.....	53 922
Intérêts courus sur obligations	7 639
Titres du marché monétaire	5 000
Débiteurs-créditeurs divers	- 2 269
Fonds en banque	31 737
Actif net	1 564 010
Actif net du semestre précédent	2 219 115
Actif net année précédente	2 075 984
Actif net hors SICAV-F.C.P.	1 454 843

TABLEAU : 17

Ensemble des fonds

VALEURS FRANÇAISES DIVERSIFIÉES

Nombre de fonds : 121

(en kF)

Valeurs admises à la cote	4 109 639
<i>Valeurs françaises</i>	3 916 327
Obligations classiques	936 626
• Fonds d'État	402 730
• Secteur public ou s/public	389 485
• Secteur privé	144 411
Autres obligations françaises	139 928
Actions françaises	2 839 773
<i>Valeurs étrangères</i>	193 312
Obligations étrangères	2 681
Actions étrangères	190 631
Valeurs non admises à la cote	108 953
<i>Valeurs françaises</i>	90 075
Obligations libellées en francs	3 604
Actions françaises	86 471
<i>Valeurs étrangères</i>	18 878
Obligations libellées en devises	
Actions étrangères	18 878
O.P.C.V.M.	745 132
SICAV	624 939
F.C.P.	120 193
Intérêts courus sur obligations	25 607
Titres du marché monétaire	233 726
Débiteurs-créditeurs divers	5 127
Fonds en banque	167 056
Actif net	5 395 240
Actif net du semestre précédent	7 407 027
Actif net année précédente	4 140 477
Actif net hors SICAV-F.C.P.	4 650 108

TABLEAU : 18

Ensemble des fonds
VALEURS FRANÇAISES SPÉCIALISÉES

Nombre de fonds : 33

(en kF)

Valeurs admises à la cote.....	989 093
<i>Valeurs françaises</i>	861 254
Obligations classiques.....	404 098
• Fonds d'État.....	257 743
• Secteur public ou s/public.....	77 686
• Secteur privé.....	68 669
Autres obligations françaises.....	161 300
Actions françaises.....	295 856
<i>Valeurs étrangères</i>	127 839
Obligations étrangères.....	16 417
Actions étrangères.....	111 422
Valeurs non admises à la cote.....	12 046
<i>Valeurs françaises</i>	10 807
Obligations libellées en francs.....	2 408
Actions françaises.....	8 399
<i>Valeurs étrangères</i>	1 239
Obligations libellées en devises.....	
Actions étrangères.....	1 239
O.P.C.V.M.....	101 245
SICAV.....	96 506
F.C.P.....	4 739
Intérêts courus sur obligations.....	5 997
Titres du marché monétaire.....	6 970
Débiteurs-créditeurs divers.....	1 284
Fonds en banque.....	69 159
Actif net.....	1 185 794
Actif net du semestre précédent.....	1 679 008
Actif net année précédente.....	1 124 743
Actif net hors SICAV-F.C.P.....	1 084 549

TABLEAU : 19

Ensemble des fonds
VALEURS FRANÇAISES ET ÉTRANGÈRES DIVERSIFIÉES

Nombre de fonds : 639

(en kF)

Valeurs admises à la cote	20 148 612
<i>Valeurs françaises</i>	12 949 643
Obligations classiques.....	5 770 526
• Fonds d'État.....	3 005 494
• Secteur public ou s/public.....	1 891 996
• Secteur privé.....	873 036
Autres obligations françaises.....	596 314
Actions françaises.....	6 582 803
<i>Valeurs étrangères</i>	7 198 969
Obligations étrangères.....	1 074 791
Actions étrangères.....	6 124 178
Valeurs non admises à la cote	596 299
<i>Valeurs françaises</i>	118 138
Obligations libellées en francs.....	10 591
Actions françaises.....	107 547
<i>Valeurs étrangères</i>	478 161
Obligations libellées en devises.....	58 790
Actions étrangères.....	419 371
O.P.C.V.M.	4 878 946
SICAV.....	3 972 917
F.C.P.....	906 029
Intérêts courus sur obligations	196 309
Titres du marché monétaire	2 054 937
Débiteurs-créditeurs divers	- 114 084
Fonds en banque	1 998 326
Actif net	29 759 345
Actif net du semestre précédent	33 096 804
Actif net année précédente	25 094 173
Actif net hors SICAV-F.C.P.	24 880 399

TABLEAU : 20

Ensemble des fonds
ACTIONS ÉTRANGÈRES

Nombre de fonds : 28

(en kF)

Valeurs admises à la cote	661 372
<i>Valeurs françaises</i>	80 191
Obligations classiques.....	15 811
• Fonds d'État.....	6 609
• Secteur public ou s/public.....	6 874
• Secteur privé.....	2 328
Autres obligations françaises.....	37 164
Actions françaises.....	27 216
<i>Valeurs étrangères</i>	581 181
Obligations étrangères.....	24 700
Actions étrangères.....	556 481
Valeurs non admises à la cote	307
<i>Valeurs françaises</i>	
Obligations libellées en francs.....	
Actions françaises.....	
<i>Valeurs étrangères</i>	307
Obligations libellées en devises.....	
Actions étrangères.....	307
O.P.C.V.M.	54 074
SICAV.....	52 010
F.C.P.....	2 064
Intérêts courus sur obligations	1 858
Titres du marché monétaire	
Débiteurs-créditeurs divers	- 2 394
Fonds en banque	100 122
Actif net	815 339
Actif net du semestre précédent	1 251 596
Actif net année précédente	1 082 385
Actif net hors SICAV-F.C.P.	761 265

TABLEAU : 21

Ensemble des fonds
OBLIGATIONS ÉTRANGÈRES

Nombre de fonds : 51

(en kF)

Valeurs admises à la cote	2 063 340
<i>Valeurs françaises</i>	272 913
Obligations classiques.....	221 865
● Fonds d'État.....	153 953
● Secteur public ou s/public.....	42 415
● Secteur privé.....	25 497
Autres obligations françaises.....	50 496
Actions françaises.....	452
<i>Valeurs étrangères</i>	1 790 527
Obligations étrangères.....	1 652 897
Actions étrangères.....	137 630
Valeurs non admises à la cote	183 497
<i>Valeurs françaises</i>	51 895
Obligations libellées en francs.....	48 133
Actions françaises.....	3 762
<i>Valeurs étrangères</i>	131 602
Obligations libellées en devises.....	92 469
Actions étrangères.....	39 133
O.P.C.V.M.	283 667
SICAV.....	184 800
F.C.P.....	98 867
Intérêts courus sur obligations	68 590
Titres du marché monétaire	6 000
Débiteurs-créditeurs divers	14 473
Fonds en banque	382 135
Actif net	3 001 702
Actif net du semestre précédent	3 335 414
Actif net année précédente	3 575 653
Actif net hors SICAV-F.C.P.	2 718 035

TABLEAU : 22

Ensemble des fonds
VALEURS ÉTRANGÈRES DIVERSIFIÉES

Nombre de fonds : 96

(en kF)

Valeurs admises à la cote	3 120 268
<i>Valeurs françaises</i>	155 558
Obligations classiques.....	42 687
• Fonds d'État.....	24 041
• Secteur public ou s/public.....	14 067
• Secteur privé.....	4 579
Autres obligations françaises.....	24 155
Actions françaises.....	88 716
<i>Valeurs étrangères</i>	2 964 710
Obligations étrangères.....	166 885
Actions étrangères.....	2 797 825
Valeurs non admises à la cote	103 375
<i>Valeurs françaises</i>	2 415
Obligations libellées en francs.....	
Actions françaises.....	2 415
<i>Valeurs étrangères</i>	100 960
Obligations libellées en devises.....	11 784
Actions étrangères.....	89 176
O.P.C.V.M.	434 229
SICAV.....	309 937
F.C.P.....	124 292
Intérêts courus sur obligations	4 481
Titres du marché monétaire	31 050
Débiteurs-créditeurs divers	28 135
Fonds en banque	229 662
Actif net	3 951 200
Actif net du semestre précédent	6 118 927
Actif net année précédente	4 993 236
Actif net hors SICAV-F.C.P.	3 516 971

TABLEAU : 23

Ensemble des fonds
VALEURS ÉTRANGÈRES SPÉCIALISÉES

Nombre de fonds : 133

(en kF)

Valeurs admises à la cote	5 936 804
<i>Valeurs françaises</i>	379 546
Obligations classiques.....	115 074
• Fonds d'État.....	99 414
• Secteur public ou s/public.....	9 608
• Secteur privé.....	6 052
Autres obligations françaises.....	12 701
Actions françaises.....	251 771
<i>Valeurs étrangères</i>	5 557 258
Obligations étrangères.....	394 419
Actions étrangères.....	5 162 839
Valeurs non admises à la cote	101 874
<i>Valeurs françaises</i>	1 040
Obligations libellées en francs.....	
Actions françaises.....	1 040
<i>Valeurs étrangères</i>	100 834
Obligations libellées en devises.....	5 075
Actions étrangères.....	95 759
O.P.C.V.M.	739 918
SICAV.....	678 472
F.C.P.....	61 446
Intérêts courus sur obligations	9 982
Titres du marché monétaire	50 491
Débiteurs-créditeurs divers	- 3 218
Fonds en banque	1 143 093
Actif net	7 978 944
Actif net du semestre précédent	9 350 938
Actif net année précédente	6 313 702
Actif net hors SICAV-F.C.P.	7 239 026

ANNEXE XIII

Fonds communs de placements à risques

I. — Nature des fonds communs à risques en activité

Fonds à risques gérés par :

Agents de change	7
Compagnies financières	1
Établissements de crédit	73
Établissements à statut spécial	4
Institutions financières spécialisées	1
Divers	7
Total	93

II. — Évolution des actifs des fonds communs à risques

(En millions de francs)

	31 décembre 1986	30 juin 1987	31 décembre 1987
Souscriptions			
Souscriptions reçues	1 272,517	351,754	2 590,956
Rachats effectués	9,575	65,466	1 434,870
Souscriptions nettes	1 262,942	286,288	1 156,086
Porteurs de parts			
Personnes physiques	2 796	4 093	4 325
Personnes morales	869	1 032	1 013
TOTAL	3 665	5 125	5 338
I — Valeurs cotées	699,126	865,023	688,017
<i>Valeurs françaises</i>	632,704	747,974	592,501
● Obligations	377,262	380,823	292,208
● Actions	255,442	367,151	299,843
● Titres participatifs	—	—	—
<i>Valeurs étrangères</i>	66,422	117,049	95,966
● Obligations	1,676	5,079	0,701
● Actions	64,746	111,970	95,265
II — Valeurs non cotées	757,302	935,729	1 243,660
III — SICAV + F.C.P.	442,730	521,788	580,377
IV — Titres du marché monétaire			56,253
Divers	11,809	— 2,241	16,300
Liquidités	130,480	294,670	136,354
VI — Actif net	2 041,477	2 614,969	2 720,961
ACTIF NET HORS SICAV + F.C.P.	1 598,717	2 093,181	2 140,584
ENCOURS PERSONNES PHYSIQUES	360,239	484,839	617,216
ENCOURS PERSONNES MORALES	1 681,208	2 130,130	2 103,745

III. — Encours des fonds communs à risques au 31 décembre 1987

Ensemble des fonds	
FONDS COMMUNS A RISQUES	
Nombre de fonds : 93	(en kF)
Valeurs admises à la cote.	688 017
<i>Valeurs françaises</i>	592 051
Obligations classiques.....	278 665
• Fonds d'État.....	91 023
• Secteur public ou s/public.....	82 540
• Secteur privé.....	105 102
Autres obligations françaises.....	13 543
Actions françaises.....	299 843
<i>Valeurs étrangères</i>	95 966
Obligations étrangères.....	701
Actions étrangères.....	95 265
Valeurs non admises à la cote.	1 243 660
<i>Valeurs françaises</i>	1 140 213
Obligations libellées en francs.....	92 640
Actions françaises.....	1 047 573
<i>Valeurs étrangères</i>	103 447
Obligations libellées en devises.....	6 549
Actions étrangères.....	96 898
O.P.C.V.M.	580 377
SICAV.....	521 160
F.C.P.....	59 217
Intérêts courus sur obligations	6 873
Titres du marché monétaire	56 253
Débiteurs-créditeurs divers	9 427
Fonds en banque	136 354
Actif net	2 720 961
Actif net du semestre précédent	2 614 969
Actif net année précédente	2 041 447
Actif net hors SICAV-F.C.P.	2 140 584

Fonds communs à risques ayant moins d'un an au 31 décembre 1987

(En milliers de francs)

NOM DU GÉRANT	NOM DU FONDS	ACTIF NET	VALEURS NON COTÉES	POURC. V.N.C.	V.N.C. FRANÇAISES	V.N.C. ÉTRANGÈRES
RONDELEUX GESTION.....	Rog Avenir	3 415	542	74,4	2 542	
AUXILEX.....	Clininvest	95 261	67 132	70,4	67 132	
WORMS GESTION FINANCIÈRE.....	Capventure	31 790	22 064	69,4	16 980	5 084
GESTION F.C.P. BANQUE POPU- LAIRE DU NORD.....	Septentrion développement	3 215	1 500	46,6	1 500	
SIPAREX GESTION (TITRE II bis)....	Delyinvest siparisque	4 561	1 987	43,5	1 987	
GEFOLOR.....	Lorraine développement	4 282	1 849	43,1	1 849	
RONDELEUX GESTION.....	ROG développement	5 207	2 085	40,0	2 085	
CAPITAL GESTION.....	Pyramide futur	17 964	5 774	32,1	5 774	
OUEST EPAR.....	Ouest développement	4 585	1 070	23,3	1 070	
FINANCE GESTION.....	DL Venture 1	2 500	509	20,3	509	
CREDINFONDS.....	Avenir méditerranée capital Risques F.C.P.R.	8 351	1 509	18,0	1 509	
COMPAGNIE FINANCIÈRE BAR- CLAYS.....	Castiglione investissement n° 3	19 104	3 100	16,2	3 100	
B.F.I. Gestion.....	B.F.I. Capital projet	2 780	120	4,3	120	
CIE FINANCIÈRE D'ÉPARGNE ET DE PLACEMENTS.....	Fonds médical investissement	3 400	99	2,9	99	
SUEZ GESTION.....	Iris n° 2	6 909	0	0,0		
PLURI-GESTION.....	Surcouf 2001	3 500	0	0,0		
SOFININDEX GESTION.....	Sofinindex un	2 500	0	0,0		
SAGAGEST.....	Saga capitalisation I	16 573	0	0,0		
SAGAGEST.....	Saga capitalisation II	3 686	0	0,0		
SOFININDEX GESTION.....	Sofinindex deux	2 500	0	0,0		
GESTION F.C.P. BANQUE POPU- LAIRE DU NORD.....	Septentrion développement Sambre et Avesnois	2 630	0	0,0		
		244 713	111 340		106 256	5 084

ANNEXE XIV

Liste des SICAV

I. — LISTE DES SICAV OUVERTES AU PUBLIC PENDANT L'ANNÉE 1987

- 44 SICAV « court terme », dont 1 « court terme association »,
- 3 SICAV « foncier immobilier »,
- 20 SICAV « gestion obligataire-valeurs françaises »,
- 9 SICAV « long terme 1^{er} catégorie »,
- 5 SICAV « Monory-C.E.A. »,
- 1 SICAV « obligations étrangères »,
- 7 SICAV « revenu obligataire-valeurs françaises »,
- 1 SICAV « revenu trimestriel »,
- 3 SICAV « valeurs étrangères spécialisées »,
- 6 SICAV « valeurs françaises diversifiées »,
- 31 SICAV « valeurs françaises et étrangères diversifiées »,
- 2 SICAV « valeurs françaises spécialisées »,
- 1 SICAV sans caractérisation sommaire.

NOM	ORGANISME promoteur	CARACTÉRISATION sommaire	DATE d'ouverture au public
Fructimmo	Groupe des banques populaires	Act. françaises et étrangères	04-08-87
Francic-Pierre	C.I.C.	Actions françaises	01-06-87
Groupama croissance	Banque de crédit et réal. placem.	Actions françaises	30-11-87
Groupama foncier	Banque de crédit et réal. placem.	Actions françaises	30-11-87
A.G.F. sécurité	Assurances générales de France	Court terme	15-05-87
Azur 1 ^{re} catégorie	Banque Arjil	Court terme	28-12-87
Azur capital	Banque Arjil	Court terme	15-07-87
Azur obligations	Banque Arjil	Court terme	15-07-87
B.T.F. sécurité 1 ^{re}	Banque de finances et de trésorerie	Court terme	03-12-87
B.T.P. Monécourt	B.C.B.T.P.	Court terme	29-06-87
Bretagne Atlantique régularité	Banque populaire Bretagne Atlantique	Court terme	30-11-87
B.R.O. sécurité	Banque régionale de l'Ouest	Court terme	13-10-87
C.P.R. Cash	Compagnie parisienne réescompte	Court terme	09-09-87
C.P.R. Monéplus	Compagnie parisienne réescompte	Court terme	09-09-87
Capital sécurité	Paluel Marmont	Court terme	10-02-87
Deltajour	Deltabanque	Court terme	15-09-87
Écofigaranti	Écofi finance	Court terme	23-03-87
Élan sécurité	Rothschild et compagnie banque	Court terme	10-04-87
Élan sécurité 2	Rothschild et compagnie banque	Court terme	23-11-87
Élan valorisation	Rothschild et compagnie banque	Court terme	11-02-87
Entreprise court terme	Banque Paribas	Court terme	05-10-87
Finance institutions	Duménil Leblé	Court terme	27-04-87
Finances	Financière Colbert	Court terme	22-06-87
Foncier court terme	Crédit foncier de France	Court terme	10-02-87
F.R.A. sécurité	Demachy et associés	Court terme	13-10-87
Groupama court terme	Banque de crédit et réal. placem.	Court terme	24-08-87

NOM	ORGANISME promoteur	CARACTÉRISATION sommaire	DATE d'ouverture au public
Hervet plus	Banque Hervet	Court terme	21-04-87
Institutions court terme	Banque Paribas	Court terme	30-03-87
J.J. placement	Banque Saga	Court terme	21-07-87
Khepri	Charge Puget	Court terme	09-11-87
La Boétie sécurité	Banque de marchés et d'arbitrage	Court terme	31-08-87
Lafayette J	Charge Bacot Allain	Court terme	11-12-87
Libercourt	Charge Oddo	Court terme	23-06-87
Midland garantie SICAV	Midland bank S.A.	Court terme	29-09-87
Midland protection	Midland bank S.A.	Court terme	16-02-87
Minimax	Banque Pallas France	Court terme	11-05-87
Montaigne court terme	Banque de marchés et d'arbitrage	Court terme	02-02-87
Montaigne sécurité	Banque de marchés et d'arbitrage	Court terme	02-02-87
Mutuelle du Mans court terme	Groupe assurances mutuelles France	Court terme	10-11-87
Nation court terme	Banque nationale de Paris	Court terme	30-09-87
Opti court terme	Banque Louis Dreyfus	Court terme	12-11-87
Oxalis	Charge Puget	Court terme	29-06-87
Partner régularité	Banque française standard Chartered	Court terme	04-05-87
Partner rentabilité	Banque française standard Chartered	Court terme	21-07-87
Placement M	Marseillaise de crédit	Court terme	26-10-87
Placements C. T. première	B.N.S.M.	Court terme	20-01-87
Proval M.T.	Charge Nivard Flornoy	Court terme	11-02-87
Rhône + X court terme	Banque populaire de Lyon	Court terme	23-02-87
Rivaud court terme	Banque Rivaud	Court terme	31-08-87
Rivoli première	Demachy et associés	Court terme	13-10-87
R.O.G. court terme	Charge Rondeleux, Oudart	Court terme	03-08-87
Saga court terme	Banque Saga	Court terme	21-07-87

NOM	ORGANISME promoteur	CARACTÉRISATION sommaire	DATE d'ouverture au public
Saga première	Banque Saga	Court terme	21-07-87
Sélection entreprises	Crédit commercial de France	Court terme	01-06-87
Sogénal court terme	Société générale alsacienne de banque	Court terme	03-11-87
Spot rendement	Société lyonnaise de banque	Court terme	08-06-87
Stratège	Crédit commercial de France	Court terme	07-04-87
T.C.N. première	Finance contrepartie	Court terme	19-10-87
Trésor réel	Robert Lefèvre S.A.	Court terme	01-04-87
Trésorisud	Société lyonnaise de banque	Court terme	16-02-87
Via court terme	Via banque	Court terme	20-10-87
Vivcourt terme SICAV	A. Ferri, B. Ferri, C. Germe, S.A.	Court terme	02-04-87
Moneden	B.R.E.D.	Court terme — Monétaire	11-08-87
Chase court terme	The chase Manhattan	Court terme — Priorité régul. VL	16-03-87
Univers actions	C.N.C.A.	Diversif. françaises et étrangères	09-06-87
Acropoles	Banque financière parisienne	Foncier — Immobilier	14-04-87
Actions Pierre	Banque Hervet	Foncier — Immobilier	28-07-87
Atlantes plus	Financière Banque union meunière	Gestion obligataire — Valeurs françaises	21-09-87
Agepremière	Assurances du groupe de Paris	Long terme 1 ^{re} catégorie	01-07-87
Cigna SICAV 1	Cigna France	Long terme 1 ^{re} catégorie	10-02-87
Est E.I.G.	Fédération Crédit mutuel A-L F-C	Long terme 1 ^{re} catégorie	09-03-87
Options première	Finance contrepartie	Long terme 1 ^{re} catégorie	11-10-87
Partner-VT	Banque française standard Chartered	Long terme 1 ^{re} catégorie	04-05-87
Placement net	B.N.S.M.	Long terme 1 ^{re} catégorie	07-07-87
Valpremière	Cardif	Long terme 1 ^{re} catégorie	23-03-87
Plénitude	C.D.C.	Monory — C.E.A. — P.E.R.	16-11-87
Prévoyance écreuil	C.D.C.	Monory — C.E.A. — P.E.R.	28-12-87
Partner international	Banque française standard Chartered	Obligations étrangères	11-05-87

NOM	ORGANISME promoteur	CARACTÉRISATION sommaire	DATE d'ouverture au public
AA Fipart	Charge Legrand, Legrand	Obligations françaises	14-08-87
Épargne Quatre	Caisse centrale de Crédit mutuel	Obligations françaises	01-06-87
Groupama obligations	Banque de crédit et réal. placem.	Obligations françaises	30-11-87
Montaigne long terme	Banque de marchés et d'arbitrage	Revenu obligataire — Valeurs françaises	09-06-87
Objectif capitalisation	MM. Lazard Frères et Cie	Revenu obligataire — Valeurs françaises	08-12-87
P.F.A. obligations	Banque de crédit et réal. placem.	Revenu obligataire — Valeurs françaises	30-07-87
Trilion	Crédit lyonnais	Revenu obligataire — Valeurs françaises	15-06-87
Cortal intérêts trimestriels	Cortal	Revenu trimestriel	03-08-87
Novoblig	Banque financière parisienne	Revenu trimestriel	01-06-87
Étoile Franco-allemande	Banque franco-allemande	Valeurs étrangères spécialisées	04-05-87
Sélection Amérique	Crédit commercial de France	Valeurs étrangères spécialisées	09-06-87
Sélection Or	Crédit commercial de France	Valeurs étrangères spécialisées	03-11-87
West Side	Banque financière parisienne	Valeurs étrangères spécialisées	21-04-87
Écureuil privatisations	C.D.C.	Valeurs françaises diversifiées	15-09-87
France finance opportunités	Duménil Leblé	Valeurs françaises diversifiées	27-04-87
G.M.G. actions	G.M.F.	Valeurs françaises diversifiées	09-11-87
Objectif dynamique	MM. Lazard Frères et Cie	Valeurs françaises diversifiées	09-12-87
Laffitte Europe	L'Européenne de banque	Valeurs françaises spécialisées	01-09-87
Oraction	C.N.C.A.	Valeurs françaises spécialisées	01-12-87
Actilion	Crédit lyonnais	Valeurs françaises et étrangères spécialisées	28-09-87
A.G.F. Invest	Assurances générales de France	Valeurs françaises et étrangères spécialisées	15-05-87
Albion	Fimagest	Valeurs françaises et étrangères spécialisées	07-12-87
Atlas plus		Valeurs françaises et étrangères spécialisées	14-09-87
Bac sélection	Banque d'arbitrage et de crédit	Valeurs françaises et étrangères spécialisées	09-11-87
Capital D.R.	Paluel Marmont	Valeurs françaises et étrangères spécialisées	07-12-87
Croissance Britania	L'Épargne de France	Valeurs françaises et étrangères spécialisées	06-11-87

NOM	ORGANISME promoteur	CARACTÉRISATION sommaire	DATE d'ouverture au public
Croissance plus	L'Épargne de France	Valeurs françaises et étrangères spécialisées	25-09-87
Écofinondial	Écofinance	Valeurs françaises et étrangères spécialisées	23-03-87
Epsilon	Banque industrielle mobilière privée	Valeurs françaises et étrangères spécialisées	14-04-87
Étandard	Banque de gestion privée	Valeurs françaises et étrangères spécialisées	01-10-87
Eurinvest croissance internationale	Eurinvest finance	Valeurs françaises et étrangères spécialisées	09-11-87
Eurinvest rendement international	Eurinvest finance	Valeurs françaises et étrangères spécialisées	09-11-87
Euro G.A.N.	G.A.N.	Valeurs françaises et étrangères spécialisées	27-04-87
Fonciers valeurs	Crédit commercial de France	Valeurs françaises et étrangères spécialisées	09-02-87
France-Allemagne placements	Ofivalmo	Valeurs françaises et étrangères spécialisées	22-06-87
Gestion France Europe	Banque Indosuez	Valeurs françaises et étrangères spécialisées	25-08-87
Gestion valeurs	Fédération Crédit mutuel A-L F-C	Valeurs françaises et étrangères spécialisées	20-07-87
Midland action	Midland bank S.A.	Valeurs françaises et étrangères spécialisées	09-03-87
Norwich expansion	Norwich Union life insurance soc.	Valeurs françaises et étrangères spécialisées	19-08-87
Objectif Acti-Pierre	MM. Lazard Frères et Cie	Valeurs françaises et étrangères spécialisées	10-12-87
Optimat	Société générale	Valeurs françaises et étrangères spécialisées	02-12-87
Orcif	Caisse de gestion mobilière	Valeurs françaises et étrangères spécialisées	25-05-87
Oreca	Caisse de gestion mobilière	Valeurs françaises et étrangères spécialisées	10-08-87
Orvalor	Société générale	Valeurs françaises et étrangères spécialisées	15-12-87
Partner capital	Banque française standard Chartered	Valeurs françaises et étrangères spécialisées	09-06-87
P.F.A. actions	Banque de Crédit et réal placem.	Valeurs françaises et étrangères spécialisées	30-07-87
Pyramides actions	Banque industrielle commerciale du Marais	Valeurs françaises et étrangères spécialisées	10-11-87
Saga opportunités	Banque Saga	Valeurs françaises et étrangères spécialisées	21-07-87
Saint-Honoré services	La Compagnie financière	Valeurs françaises et étrangères spécialisées	25-05-87
SICAV 90/10	Banque transatlantique	Valeurs françaises et étrangères spécialisées	07-07-87
Stratégie actions	Legal and general (France)	Valeurs françaises et étrangères spécialisées	04-08-87
Stratégie rendement	Legal and general (France)	Valeurs françaises et étrangères spécialisées	04-08-87

NOM	ORGANISME promoteur	CARACTÉRISATION sommaire	DATE d'ouverture au public
Valeurs nouvelles	Banque Hervet	Valeurs françaises et étrangères spécialisées	03-11-87
Fructimmo	Groupe des banques populaires	Actions françaises et étrangères	04-08-87
Gestion Amérique	Banque Indosuez	Actions étrangères	07-03-77
Gestion Unijapon	Banque Indosuez	Actions étrangères	03-12-73
Épargne industrie	Caisse centrale de Crédit Mutuel	Actions françaises	23-11-78
Francic	C.I.C.	Actions françaises	25-09-78
Francic-Pierre	C.I.C.	Actions françaises	01-06-87
Francic-Régions	C.I.C.	Actions françaises	18-11-86
Groupama croissance	Banque de Crédit et réal. placem.	Actions françaises	30-11-87
Groupama foncier	Banque de Crédit et réal. placem.	Actions françaises	30-11-87
Laffitte France	L'Européenne de banque	Actions françaises	22-08-78
Laffitte immobilière	L'Européenne de banque	Actions françaises	01-09-86
Livret bourse investissement	C.D.C.	Actions françaises	19-02-73
Optimavalor	Crédit du Nord	Actions françaises	02-04-64
Sélection valeurs françaises	Crédit commercial de France	Actions françaises	18-09-78
Uni Hoche	Banque Vernes commerciale de Paris	Actions françaises	17-10-78
Unisic	Banque Vernes commerciale de Paris	Actions françaises	22-10-73
+X Septentrion court terme	Financière Colbert	Court terme	21-10-85
Acti court terme	Banque Louis Dreyfus	Court terme	11-05-83
Acti valorisation	Banque Louis Dreyfus	Court terme	21-12-84
Ageplacement	Assurances du groupe de Paris	Court terme	16-05-84
Ageplus	Assurances du groupe de Paris	Court terme	16-06-80
A.G.F. sécurité	Assurances générales de France	Court terme	15-05-87
Alsace court terme	Banque Populaire de Strasbourg	Court terme	16-07-86
Arbitrages court terme	Banque Transatlantique	Court terme	07-07-86
Azur 1 ^{re} catégorie	Banque Arjil	Court terme	28-12-87

NOM	ORGANISME promoteur	CARACTÉRISATION sommaire	DATE d'ouverture au public
Azur capital	Banque Arjil	Court terme	15-07-87
Azur obligations	Banque Arjil	Court terme	15-07-87
B.A.I.I. gestion	Banque Arabe et internationale	Court terme	16-01-84
B.F.T. sécurité 1 ^{re}	Banque de finances et de trésoreries	Court terme	03-12-87
B.T.P. Monécourt	B.C.B.T.P.	Court terme	29-06-87
Barclays invest	Barclays bank S.A.	Court terme	22-08-83
Barclays sécurité	Barclays bank S.A.	Court terme	10-11-86
B.T.F. sécurité 2	Banque de finances et de trésoreries	Court terme	30-12-85
B.R.E.D. institutions	B.R.E.D.	Court terme	05-08-86
Bretagne Atlantique régularité	Banque P.O.P. Bretagne Atlantique	Court terme	30-11-87
B.R.O. sécurité	Banque Régionale de l'Ouest	Court terme	13-10-87
B.T.P. Monéplus	B.C.B.T.P.	Court terme	06-01-86
C.A.C. court terme	C.A.C.	Court terme	20-05-86
C.P.R. Cash	Compagnie parisienne réescompte	Court terme	09-09-87
C.P.R. Monéplus	Compagnie parisienne réescompte	Court terme	09-09-87
Capital plus	Paluel Marmont	Court terme	21-05-82
Capital sécurité	Paluel Marmont	Court terme	10-02-87
Citi court	Citibank S.A.	Court terme	04-03-85
Clairval	Cardif	Court terme	01-02-84
Cortal court terme	Compagnie bancaire	Court terme	19-11-84
Deltajour	Deltabanque	Court terme	15-09-87
Demeter	Banque Pallas France	Court terme	25-05-82
Écofigaranti	Écofi — Finance	Court terme	23-03-87
Éficoop SICAV	Caisse centrale crédit coopératif	Court terme	23-07-85
Élan court terme	Rothschild et compagnie banque	Court terme	08-01-86
Élan sécurité	Rothschild et compagnie banque	Court terme	10-04-87

NOM	ORGANISME promoteur	CARACTÉRISATION sommaire	DATE d'ouverture au public
Élan sécurité 2	Rothschild et compagnie banque	Court terme	23-11-87
Élan valorisation	Rothschild et compagnie banque	Court terme	11-02-87
Entreprise court terme	Banque Paribas	Court terme	05-10-87
Entreval	Banque de l'entreprise	Court terme	05-05-86
Entrinvest	Banque de l'entreprise	Court terme	14-05-84
Éparcic	C.I.C.	Court terme	03-07-84
Éparcourt SICAV	C.D.C.	Court terme	02-11-82
Épague J	Caisse centrale de Crédit Mutuel	Court terme	01-12-86
Éparoblig	Bafip	Court terme	14-06-83
Estoblig	S.N.V.B.	Court terme	23-09-86
Étoile obligations	Banque Franco-Allemande	Court terme	16-08-85
Étoile sécurité	Banque Franco-Allemande	Court terme	29-12-86
Fimagarantie	Fimagest	Court terme	11-09-86
Fimasécurité	Fimagest	Court terme	21-08-86
Finance institutions	Duménil Leblé	Court terme	27-04-87
Finance sociétés	Duménil Leblé	Court terme	19-08-86
Finances	Financière Colbert	Court terme	22-06-87
Finord court terme	Crédit du Nord	Court terme	16-12-86
Finord placement	Crédit du Nord	Court terme	26-04-82
Finord sécurité	Crédit du Nord	Court terme	15-11-83
Finunion	Banque de l'Union Européene	Court terme	24-02-82
Foncier court terme	Crédit Foncier de France	Court terme	10-02-87
Fonsicav	C.D.C.	Court terme	01-09-86
F.R.A. sécurité	Demachy et associés	Court terme	13-10-87
France Assur	Banque Stern	Court terme	01-12-86
France revalorisation	Banque Stern	Court terme	10-06-85

NOM	ORGANISME promoteur	CARACTÉRISATION sommaire	DATE d'ouverture au public
Francourt	Crédit commercial de France	Court terme	13-02-85
Fructi court	Groupe des banques populaires	Court terme	22-09-86
Fructivar	Groupe des banques populaires	Court terme	19-10-82
George V court terme	Banque d'arbitrage et de crédit	Court terme	17-10-86
Gestilion	Crédit Lyonnais	Court terme	26-05-82
Gestion investicourt	Banque Indosuez	Court terme	03-11-86
Gestion oblicourt	Banque Indosuez	Court terme	01-03-82
Gestion obliterme	Banque Indosuez	Court terme	02-04-84
Gestion sécuricourt	Banque Indosuez	Court terme	25-03-86
Gestunion	Banque de l'Union Européenne	Court terme	10-12-84
Groupama court terme	Banque de Crédit et réal. placem.	Court terme	24-08-87
Hervet plus	Banque Hervet	Court terme	21-04-87
Industrie française court terme	G.A.N.	Court terme	28-05-84
Institutions court terme	Banque Paribas	Court terme	30-03-87
Investissement court terme	Bafip	Court terme	07-05-84
Investissement net	Bafip	Court terme	17-10-83
Investissement obligataire	Bafip	Court terme	13-09-82
JJ placement	Banque Saga	Court terme	21-07-87
Khepri	Charge Puget	Court terme	09-11-87
La Boétie sécurité	Banque de marchés et d'arbitrage	Court terme	31-08-87
La Hénin J	Banque La Hénin	Court terme	08-09-86
Lafayette court terme	Charge Bacot Allain	Court terme	28-01-86
Lafayette J	Charge Bacot Allain	Court terme	11-12-87
Laffitte court terme	L'Européene de banque	Court terme	08-11-82
Libercourt	Charge Oddo	Court terme	23-06-87
Marché intérêt placement	Compagnie financière Midland	Court terme	27-12-83

NOM	ORGANISME promoteur	CARACTÉRISATION sommaire	DATE d'ouverture au public
Marchés court terme	Bafip	Court terme	16-10-86
Maxi plus court terme	Crédit Lyonnais	Court terme	01-04-86
Maxi plus sécurité	Banque centrale coopérative et mutuelles	Court terme	10-10-86
Meyerbeer sécurité	Grindalys bank	Court terme	26-05-86
Midland court terme	Midland bank S.A.	Court terme	25-09-84
Midland garantie SICAV	Midland bank S.A.	Court terme	29-09-87
Midland placement	Compagnie financière Midland	Court terme	25-09-84
Midland première	Midland bank S.A.	Court terme	25-09-84
Midland protection	Midland bank S.A.	Court terme	16-02-87
Minimax	Banque Pallas France	Court terme	11-05-87
Mobiplus	Caisse de gestion mobilière	Court terme	01-10-84
Mobiprime	Caisse de gestion mobilière	Court terme	05-08-85
Mobiterme	Caisse de gestion mobilière	Court terme	18-03-86
Mobival	Banque Indosuez	Court terme	28-03-86
Mone J	C.N.C.A.	Court terme	29-05-86
Monecic	C.I.C.	Court terme	01-04-82
Monegestion	Rothschild et compagnie banque	Court terme	09-04-85
Monelaffitte	L'Européenne de banque	Court terme	08-12-86
Monevalor	Société Générale	Court terme	13-08-84
Montaigne court terme	Banque de marchés et d'arbitrage	Court terme	02-02-87
Montaigne sécurité	Banque de marchés et d'arbitrage	Court terme	02-02-87
Morgan court terme	Banque Morgan et Cie	Court terme	05-04-83
Morgan valorisation	Banque Morgan et Cie	Court terme	15-04-85
Multi associations	B.F.A.C.M.	Court terme	09-05-84
Multival	B.F.A.C.M.	Court terme	20-06-85
Mutuelle du Mans court terme	Groupe assurances mutuelles France	Court terme	10-11-87

NOM	ORGANISME promoteur	CARACTÉRISATION sommaire	DATE d'ouverture au public
Natio court terme	Banque Nationale de Paris	Court terme	30-09-87
Natio épargne	Banque Nationale de Paris	Court terme	25-01-82
Natio sécurité	Banque Nationale de Paris	Court terme	18-12-85
Natio placements	Banque Nationale de Paris	Court terme	12-07-82
Normatif	G.A.N.	Court terme	06-07-82
Novépargne	Charge de Cholet, Dupont	Court terme	30-03-83
Objectif convertible	MM. Lazard Frères et Cie	Court terme	05-10-85
Objectif première	MM. Lazard Frères et Cie	Court terme	04-10-85
Objectif sécurité	MM. Lazard Frères et Cie	Court terme	02-09-86
Obli C.I.A.L.	C.I.A.L.	Court terme	02-07-85
Obli Sud	Société Lyonnaise de banque	Court terme	21-05-85
Oblig Hénin	Banque La Hénin	Court terme	15-02-85
Occidentale réalisable occiréal	Société de banque occidentale	Court terme	03-02-86
Ofima court terme	Ofivalmo	Court terme	17-04-84
Ofima liquid	Ofivalmo	Court terme	28-12-84
Ofima trésor	Ofivalmo	Court terme	01-08-86
Opti court terme	Banque Louis Dreyfus	Court terme	12-11-87
Ouest oblig.	Crédit industriel de l'Ouest	Court terme	08-07-86
Oxalis	Charge Puget	Court terme	29-06-87
Paribas Épargne	Banque Paribas	Court terme	22-11-82
Parnasse-Valor	M.A.I.F.	Court terme	21-05-85
Partner régularité	Banque française standard Chartered	Court terme	04-05-87
Partner rentabilité	Banque française standard Chartered	Court terme	21-07-87
Phénix placement	Assurances générales de France	Court terme	10-01-83
Placement court terme	Marseillaise de crédit	Court terme	03-10-83
Placement J	Marseillaise de crédit	Court terme	17-12-85

NOM	ORGANISME promoteur	CARACTÉRISATION sommaire	DATE d'ouverture au public
Placement M	Marseillaise de crédit	Court terme	26-10-87
Placements C.T. première	B.N.S.M.	Court terme	20-01-87
Placements rendement	B.N.S.M.	Court terme	23-04-82
Placements sécurité	B.N.S.M.	Court terme	02-04-85
Placements valorisation	B.N.S.M.	Court terme	05-11-85
Première oblig.	C.D.C.	Court terme	01-10-86
Pri court terme	Banque industrielle mobilière privée	Court terme	19-06-84
Proval M.T.	Charge Nivard Flornoy	Court terme	11-02-87
Provence Lorraine	MM. Hottinguer, G. Morhange	Court terme	15-09-82
Provence Lorraine court terme	MM. Hottinguer, G. Morhange	Court terme	16-12-86
Publicourt	Banque Paribas	Court terme	25-07-83
Pyramides court	Banque industrielle commerciale du Marais	Court terme	10-12-85
Pyramides placements	Banque industrielle commerciale du Marais	Court terme	31-10-86
Rhône +X court terme	Banque populaire de Lyon	Court terme	23-02-87
Richelieu sécurité	Charge Fauchier-Magnan	Court terme	19-03-84
Rivaud court terme	Banque Rivaud	Court terme	31-08-87
Rivoli obligations	Demachy et associés	Court terme	09-11-84
Rivoli première	Demachy et associés	Court terme	13-10-87
R.O.G. court terme	Charge Rondeleurs, Oudart	Court terme	03-08-87
Saga court terme	Banque Saga	Court terme	21-07-87
Saga première	Banque Saga	Court terme	21-07-87
Saint Honoré rendement	La compagnie financière	Court terme	07-09-82
Saint Honoré réal.	La compagnie financière	Court terme	07-06-85
Sécuricic	C.I.C.	Court terme	06-06-85
Sécurita	Demachy et associés	Court terme	12-03-85

NOM	ORGANISME promoteur	CARACTÉRISATION sommaire	DATE d'ouverture au public
Sécuritaux	Banque Paribas	Court terme	01-07-86
Sécurité obligataire	Banque Rivaud	Court terme	10-07-84
Sélection court terme	Crédit commercial de France	Court terme	18-01-82
Sélection entreprises	Crédit commercial de France	Court terme	01-06-87
Sélection institutions	Crédit commercial de France	Court terme	03-09-86
Sélection J	Crédit commercial de France	Court terme	24-01-83
Sélection L prime	Crédit commercial de France	Court terme	14-12-83
Sesterces	Banque de gestion privée	Court terme	10-01-83
Sofaval	Elf Aquitaine	Court terme	26-08-85
Sogenal court terme	Société générale alsacienne de banque	Court terme	03-11-87
Spécial fonds	C.D.C.	Court terme	20-05-86
Spot rendement	Société Lyonnaise de banque	Court terme	08-06-87
Statère	Banque de gestion privée	Court terme	01-10-84
Stratège	Crédit commercial de France	Court terme	07-04-87
Sud gestion	Société Lyonnaise de banque	Court terme	19-10-82
T.C.N. première	Finance contrepartie	Court terme	19-10-87
Trésor réal.	Robert Lefèvre S.A.	Court terme	01-04-87
Trésoricic	C.I.C.	Court terme	22-09-86
Trésorisud	Société Lyonnaise de banque	Court terme	16-02-87
Trésorval court terme	Robert Lefèvre S.A.	Court terme	23-12-86
Uni associations	C.N.C.A.	Court terme	07-11-83
Uni cash	Banque Vernes commerciale de Paris	Court terme	04-04-84
Uni première C.T.	Banque Vernes commerciale de Paris	Court terme	04-04-84
Unisécurité	Banque Vernes commerciale de Paris	Court terme	21-01-86
Univar	C.N.C.A.	Court terme	01-03-82
Valorg	Groupe des banques populaires	Court terme	17-05-83
Valorindex	Crédit chimique	Court terme	16-04-84

NOM	ORGANISME promoteur	CARACTÉRISATION sommaire	DATE d'ouverture au public
Valréal	C.D.C.	Court terme	14-01-82
Valunion	Banque de l'Union européenne	Court terme	02-01-85
Vauban	B.R.E.D.	Court terme	18-06-85
Via court terme	Via banque	Court terme	20-10-87
Vivcourt terme SICAV	A. Ferri, B. Ferri, C. Germe, S.A.	Court terme	02-04-87
Associa première	Société Générale	Court terme — Association	27-12-84
Associc	C.I.C.	Court terme — Association	06-06-83
B.R.E.D. associations	B.R.E.D.	Court terme — Association	26-01-84
B.T.P. associations	B.C.B.T.P.	Court terme — Association	22-08-83
Camira	Charge Puget	Court terme — Association	17-02-86
Épargne associations	Banque Paribas	Court terme — Association	15-12-82
Foncier rendement	Crédit Foncier de France	Court terme — Association	03-05-85
Haussmann associations	Banque Worms	Court terme — Association	05-12-83
Lion associations	Crédit Lyonnais	Court terme — Association	25-04-83
Lysidice	Charge Puget	Court terme — Association	26-11-84
Natio associations	Banque Nationale de Paris	Court terme — Association	14-03-83
Priv'associations	Banque industrielle mobilière privée	Court terme — Association	30-04-85
Saint Honoré associations	La Compagnie financière	Court terme — Association	13-09-83
Sécurival	Banque Indosuez	Court terme — Association	07-05-84
SICAV associations	C.D.C.	Court terme — Association	05-07-83
Gestion 365	Banque fédérative de crédit mutuel	Court terme — Monétaire	02-07-84
Haussmann court terme	Banque Worms	Court terme — Monétaire	17-10-83
Laffite placements	L'Européenne de banque	Court terme — Monétaire	19-03-84
Moneden	B.R.E.D.	Court terme — Monétaire	11-08-87
Actifipart	Charge Legrand, Legrand	Court terme — Priorité régul. VL	21-10-85
Chase court terme	The Chase Manhattan	Court terme — Priorité régul. VL	16-03-87

NOM	ORGANISME promoteur	CARACTÉRISATION sommaire	DATE d'ouverture au public
Fructi associations	Groupe des banques populaires	Court terme — Priorité régul. VL	27-03-84
Lion court terme	Crédit lyonnais	Court terme — Priorité régul. VL	02-09-85
Sogevalor	Société générale	Court terme — Sensibilité VL aux variations	04-06-82
Objectif croissance	MM. Lazard Frères et Cie	Diversifications françaises et étrangères	23-12-86
Univers-Actions	C.N.C.A.	Diversifications françaises et étrangères	09-06-87
Acropoles	Banque financière parisienne	Foncier — Immobilier	14-04-87
Actions Pierre	Banque Hervet	Foncier — Immobilier	28-07-87
Aedificandi	Union des assurances de Paris	Foncier — Immobilier	22-07-70
AGFIMO	Assurances générales de France	Foncier — Immobilier	21-06-71
Croissance immobilière	L'Épargne de France	Foncier — Immobilier	20-06-73
Foncier investissement	Crédit foncier de France	Foncier — Immobilier	02-05-72
Foncival	Groupe des banques populaires	Foncier — Immobilier	04-01-83
Gestion immobilier international	Banque Indosuez	Foncier — Immobilier	03-11-70
Gestion Sicavimmo	Banque Indosuez	Foncier — Immobilier	15-02-71
Natio immobilier	Banque nationale de Paris	Foncier — Immobilier	10-12-86
Pierre Investissement	Paluel Marmont	Foncier — Immobilier	29-04-86
Sélection immobilière	Crédit commercial de France	Foncier — Immobilier	29-04-86
Uni foncier	C.N.C.A.	Foncier — Immobilier	09-02-74
AGF oblig	Assurances générales de France	Gestion obligataire — Valeurs françaises	06-01-86
Atlantes Plus	Financière banque union meunière	Gestion obligataire — Valeurs françaises	21-09-87
BFT valor une	Banque de financement et de trésorerie	Gestion obligataire — Valeurs françaises	30-12-85
BFT valor2	Banque de financement et de trésorerie	Gestion obligataire — Valeurs françaises	21-07-86
Ceres	Banque de gestion privée	Gestion obligataire — Valeurs françaises	17-12-84
CITI valor	Citibank S.A.	Gestion obligataire — Valeurs françaises	17-03-86
Coopmut obligations	Banque centrale coop. et mutuelles	Gestion obligataire — Valeurs françaises	28-05-84
Énergie rendement	Société lyonnaise de banque	Gestion obligataire — Valeurs françaises	25-08-86

NOM	ORGANISME promoteur	CARACTÉRISATION sommaire	DATE d'ouverture au public
Épargne capital	Banque nationale de Paris	Gestion obligataire — Valeurs françaises	07-11-83
Eurofin plus	Banque Eurofin	Gestion obligataire — Valeurs françaises	22-07-85
Expansion obligations	Compagnie financière Midland	Gestion obligataire — Valeurs françaises	10-01-84
Finance active	Banque Stern	Gestion obligataire — Valeurs françaises	02-06-86
Finance première	Charge Nouailhetas	Gestion obligataire — Valeurs françaises	11-03-85
Financière plus	Financière banque union meunière	Gestion obligataire — Valeurs françaises	21-01-85
Finord valorisation	Crédit du Nord	Gestion obligataire — Valeurs françaises	10-12-85
France avance	Banque Stern	Gestion obligataire — Valeurs françaises	03-06-86
France ECU plus		Gestion obligataire — Valeurs françaises	30-06-86
France obligations S.N.F.O.	C.D.C.	Gestion obligataire — Valeurs françaises	01-01-69
France options	Banque Stern	Gestion obligataire — Valeurs françaises	19-11-85
France participatifs	Banque Stern	Gestion obligataire — Valeurs françaises	02-04-84
Franterme	Banque Paribas	Gestion obligataire — Valeurs françaises	26-03-84
Futur-oblig	C.N.C.A.	Gestion obligataire — Valeurs françaises	07-04-86
G.H. Matif	Charge Goy, Hauvette	Gestion obligataire — Valeurs françaises	30-05-86
George V obligations	Compagnie européenne de placement	Gestion obligataire — Valeurs françaises	12-08-85
Gestion évolution	Banque Indosuez	Gestion obligataire — Valeurs françaises	20-08-84
G.M.F. obligations	G.M.F.	Gestion obligataire — Valeurs françaises	15-09-80
Hausmann épargne	Banque Worms	Gestion obligataire — Valeurs françaises	23-07-84
Hausmann obligations	Banque Worms	Gestion obligataire — Valeurs françaises	13-12-82
Inogestion	Rothschild et compagnie banque	Gestion obligataire — Valeurs françaises	15-01-85
Investissement long terme	Banque financière parisienne	Gestion obligataire — Valeurs françaises	26-11-85
Jeune épargne	Société lyonnaise de banque	Gestion obligataire — Valeurs françaises	17-03-86
Kleber obligations	B.I.G.T.	Gestion obligataire — Valeurs françaises	07-08-84
Marché arbitraire titre inv. plac.	B.I.P.	Gestion obligataire — Valeurs françaises	08-04-86
Obligations toutes catégories	Banque Louis Dreyfus	Gestion obligataire — Valeurs françaises	14-04-75

NOM	ORGANISME promoteur	CARACTÉRISATION sommaire	DATE d'ouverture au public
Obligestion	Banque Hervet	Gestion obligataire — Valeurs françaises	16-07-86
Obliplus	Demachy et associés	Gestion obligataire — Valeurs françaises	18-12-84
Options et rendement	Banque Transatlantique	Gestion obligataire — Valeurs françaises	29-09-86
Pact plus	Charge Tuffier, Ravier	Gestion obligataire — Valeurs françaises	07-01-85
Plusval	Cardif	Gestion obligataire — Valeurs françaises	16-06-86
Renaissance oblig.	Banque Pallas France	Gestion obligataire — Valeurs françaises	15-09-86
Rentoblig	Banque de gestion privée	Gestion obligataire — Valeurs françaises	05-11-84
Rivoli plus	Demachy et associés	Gestion obligataire — Valeurs françaises	19-08-86
Saint Honoré valor.	La compagnie financière	Gestion obligataire — Valeurs françaises	23-09-85
Sélection oblig. valorisées	Crédit commercial de France	Gestion obligataire — Valeurs françaises	09-10-85
Tellus	B.R.E.D.	Gestion obligataire — Valeurs françaises	06-06-86
Thesaurus	B.R.E.D.	Gestion obligataire — Valeurs françaises	05-06-84
Valeurs intérêts placements	B.I.P.	Gestion obligataire — Valeurs françaises	17-04-84
Valoblig	L'Européenne de banque	Gestion obligataire — Valeurs françaises	05-10-85
Victoire oblirea.	Abeille Paix Vie	Gestion obligataire — Valeurs françaises	03-07-78
Zénith investissement placement	B.I.P.	Gestion obligataire — Valeurs françaises	02-04-86
Agepremière	Assurances du groupe de Paris	Long terme 1 ^{re} catégorie	01-07-87
Barclays première catégorie	Barclays Bank S.A.	Long terme 1 ^{re} catégorie	22-09-86
B.T.P. rendement	B.C.B.T.P.	Long terme 1 ^{re} catégorie	05-12-77
Cigna SICAV 1	Cigna France	Long terme 1 ^{re} catégorie	10-02-87
CITI réserve	Citibank S.A.	Long terme 1 ^{re} catégorie	05-12-83
C.M.N.-E.I.G.	Caisse centrale de crédit mutuel	Long terme 1 ^{re} catégorie	30-09-86
Épargne institutions	Crédit du Nord	Long terme 1 ^{re} catégorie	15-07-70
Est E.I.G.	Fédération crédit mutuel A-L F-C	Long terme 1 ^{re} catégorie	09-03-87
Fimarente	Fimagest	Long terme 1 ^{re} catégorie	21-10-86
France garantie	C.D.C.	Long terme 1 ^{re} catégorie	01-01-69

NOM	ORGANISME promoteur	CARACTÉRISATION sommaire	DATE d'ouverture au public
France retraite	Banque de l'union européenne	Long terme 1 ^{re} catégorie	10-01-72
Fructi première	Groupe des banques populaires	Long terme 1 ^{re} catégorie	24-07-84
Gestion première	Charge Fauchier-Magnan	Long terme 1 ^{re} catégorie	10-04-86
H.M. première catégorie	MM. Hottinguer, G. Morhange	Long terme 1 ^{re} catégorie	22-05-84
La sécurité mobilière	Banque Indosuez	Long terme 1 ^{re} catégorie	24-02-69
Lion institutionnels	Crédit lyonnais	Long terme 1 ^{re} catégorie	17-09-84
M.G.F. première catégorie	Banque indust. mobilière privée	Long terme 1 ^{re} catégorie	04-06-85
Morgan net	Banque Morgan et compagnie	Long terme 1 ^{re} catégorie	28-12-84
Morgan première catégorie	Banque Morgan et compagnie	Long terme 1 ^{re} catégorie	17-05-82
Obli Associations	Banque Paribas	Long terme 1 ^{re} catégorie	04-09-84
Oblicic régions	C.I.C.	Long terme 1 ^{re} catégorie	25-11-86
Oblicoop SICAV	Caisse centrale crédit coopératif	Long terme 1 ^{re} catégorie	19-09-84
Obligations garanties	Banque de gestion privée	Long terme 1 ^{re} catégorie	24-02-86
Ofima France	Ofivalmo	Long terme 1 ^{re} catégorie	04-02-85
Options première	Finance contrepartie	Long terme 1 ^{re} catégorie	19-10-87
Partner-VT	Banque F.R.C.S.E. standard chartered	Long terme 1 ^{re} catégorie	04-05-87
Placement premier	Marseillaise de crédit	Long terme 1 ^{re} catégorie	01-09-86
Placement net	B.N.S.M.	Long terme 1 ^{re} catégorie	07-07-87
Placements obligations	B.N.S.M.	Long terme 1 ^{re} catégorie	23-06-77
Première catégorie	Banque Louis Dreyfus	Long terme 1 ^{re} catégorie	26-08-68
Primasset	Banque arabe et internationale	Long terme 1 ^{re} catégorie	05-08-85
Saint Honoré capital	La compagnie financière	Long terme 1 ^{re} catégorie	03-07-86
Sélection net	Crédit commercial de France	Long terme 1 ^{re} catégorie	06-06-83
Sélection première	Crédit commercial de France	Long terme 1 ^{re} catégorie	15-07-82
Sicobli	Banque Paribas	Long terme 1 ^{re} catégorie	24-05-74
Sogepremière	Société générale	Long terme 1 ^{re} catégorie	10-09-84

NOM	ORGANISME promoteur	CARACTÉRISATION sommaire	DATE d'ouverture au public
Trésorval long terme	Robert Lefèvre S.A.	Long terme 1 ^{re} catégorie	23-12-86
Uni garantie	C.N.C.A.	Long terme 1 ^{re} catégorie	27-06-84
Unipremière	Banque Vernes commerciale de Paris	Long terme 1 ^{re} catégorie	01-04-76
Valpremière	Cardif	Long terme 1 ^{re} catégorie	23-03-87
A.A.A. actions agro-alimentaires	Groupe des banques populaires	Monory — C.E.A. — P.E.R.	24-06-85
Actigest	Banque Louis Dreyfus	Monory — C.E.A. — P.E.R.	01-09-70
Actions France	Union des assurances de Paris	Monory — C.E.A. — P.E.R.	16-10-78
Agépargne	Assurances du groupe de Paris	Monory — C.E.A. — P.E.R.	02-05-79
A.G.F. 5000	Assurances du groupe de Paris	Monory — C.E.A. — P.E.R.	19-12-78
Cardival	Cardif	Monory — C.E.A. — P.E.R.	01-12-83
Drouot France	Axa banque	Monory — C.E.A. — P.E.R.	18-10-78
E.F.I.-valeurs	Caisse centrale crédit coopératif	Monory — C.E.A. — P.E.R.	23-09-86
France entreprises	B.N.S.M.	Monory — C.E.A. — P.E.R.	06-11-78
France Gan	G.A.N.	Monory — C.E.A. — P.E.R.	27-10-86
Fructifrance	Groupe des banques populaires	Monory — C.E.A. — P.E.R.	09-10-78
Gestion sélection France	Banque Indosuez	Monory — C.E.A. — P.E.R.	13-05-74
Inter valeurs industrie	Banque Indosuez	Monory — C.E.A. — P.E.R.	25-09-79
Intersélection France	Société générale	Monory — C.E.A. — P.E.R.	19-06-70
Marianne	Banque de gestion privée	Monory — C.E.A. — P.E.R.	06-11-78
Natio valeurs	Banque nationale de Paris	Monory — C.E.A. — P.E.R.	01-08-78
Paribas France	Banque Paribas	Monory — C.E.A. — P.E.R.	30-12-86
Placement à	Marseillaise de crédit	Monory — C.E.A. — P.E.R.	01-09-86
Plénitude	C.D.C.	Monory — C.E.A. — P.E.R.	16-11-87
Prévoyance écureuil	C.D.C.	Monory — C.E.A. — P.E.R.	28-12-87
Province investissement P I	La Mondiale	Monory — C.E.A. — P.E.R.	01-07-82
SICAV 5000	Crédit lyonnais	Monory — C.E.A. — P.E.R.	25-09-78

NOM	ORGANISME promoteur	CARACTÉRISATION sommaire	DATE d'ouverture au public
Unifrance	C.N.C.A.	Monory — C.E.A. — P.E.R.	02-01-78
Europe première	Crédit chimique	Obligations françaises et étrangères	01-04-86
Fructidor	Groupe des banques populaires	Obligations françaises et étrangères	21-05-69
Sélection rendement	Crédit commercial de France	Obligations françaises et étrangères	02-12-68
A.G.F. interfonds	Assurances générales de France	Obligations étrangères	16-06-80
Ecucic	C.I.C.	Obligations étrangères	11-07-85
Eurocic	C.I.C.	Obligations étrangères	22-09-80
France-Allemagne obligations	Deutsche Bank	Obligations étrangères	07-04-86
Partner international	Banque française standard chartered	Obligations étrangères	11-05-87
Sélection oblig. internat.	Crédit commercial de France	Obligations étrangères	06-08-79
Univers obligations	C.N.C.A.	Obligations étrangères	09-04-84
A.A. Fipart	Charge Legrand, Legrand	Obligations françaises	14-08-87
Avenir Alizes	Caisse centrale de crédit mutuel	Obligations françaises	21-04-86
Épargne long terme	Caisse centrale de crédit mutuel	Obligations françaises	12-06-84
Épargne première	Caisse centrale de crédit mutuel	Obligations françaises	16-12-85
Épargne quatre	Caisse centrale de crédit mutuel	Obligations françaises	01-06-87
Finances entreprises	Duménil Leblé	Obligations françaises	30-12-85
Fructi C.A.P.I.	Groupe des banques populaires	Obligations françaises	09-12-85
Groupama obligations	Banque de crédit et Real placement	Obligations françaises	30-11-87
Lafitte obligations	L'Européenne de banque	Obligations françaises	20-02-80
Lionplus	Crédit lyonnais	Obligations françaises	05-03-84
Mondiale obligataire	La Mondiale	Obligations françaises	20-03-86
Patrimoine retraite	C.D.C.	Obligations françaises	12-04-83
Pyramides	Banque indust. comm. du Marais	Obligations françaises	26-12-84
Rentacic	C.I.C.	Obligations françaises	02-12-68
Alto	Union des assurances de Paris	Revenu obligataire — Valeurs françaises	12-09-73

NOM	ORGANISME promoteur	CARACTÉRISATION sommaire	DATE d'ouverture au public
Avenir épargne	Axa banque	Revenu obligataire — Valeurs françaises	01-04-85
Croissance Mercure	L'Épargne de France	Revenu obligataire — Valeurs françaises	11-10-73
Drouot sélection	Axa banque	Revenu obligataire — Valeurs françaises	02-04-84
Épargne obligations	Banque nationale de Paris	Revenu obligataire — Valeurs françaises	18-09-67
Épargne revenu	Crédit du Nord	Revenu obligataire — Valeurs françaises	22-07-68
Fimoblig	Fimagest	Revenu obligataire — Valeurs françaises	21-10-86
Finord institutions	Crédit du Nord	Revenu obligataire — Valeurs françaises	15-05-84
Gestion obligataire	Banque fédérative de crédit mutuel	Revenu obligataire — Valeurs françaises	10-08-81
Horus	Demachy et associés	Revenu obligataire — Valeurs françaises	07-03-86
Laffite rendement	L'Européenne de banque	Revenu obligataire — Valeurs françaises	03-11-71
Le portefeuille obligataire	Charge Nouailhetas	Revenu obligataire — Valeurs françaises	17-09-86
Monceau index	Crédit chimique	Revenu obligataire — Valeurs françaises	22-06-82
Montaigne long terme	Banque de marchés et d'arbitrage	Revenu obligataire — Valeurs françaises	09-06-87
Objectif capitalisation	MM. Lazard frères et Compagnie	Revenu obligataire — Valeurs françaises	08-12-87
Objectif rendement	MM. Lazard frères et Compagnie	Revenu obligataire — Valeurs françaises	09-09-86
Oblipar	Banque Paribas	Revenu obligataire — Valeurs françaises	17-07-84
Oblirente	Demachy et associés	Revenu obligataire — Valeurs françaises	07-03-83
Ofima oblig.	Ofivalmo	Revenu obligataire — Valeurs françaises	17-04-84
Opportunité obligataire	Banque Paribas	Revenu obligataire — Valeurs françaises	22-04-85
Paribas revenus	Banque Paribas	Revenu obligataire — Valeurs françaises	06-05-86
P.F.A. obligations	Banque de crédit et réal. placement	Revenu obligataire — Valeurs françaises	30-07-87
Placement réassurance	S.C.O.R.	Revenu obligataire — Valeurs françaises	01-04-74
Reval	Cardif	Revenu obligataire — Valeurs françaises	02-04-83
Slivarente	Crédit lyonnais	Revenu obligataire — Valeurs françaises	01-03-67
Sogépargne	Société générale	Revenu obligataire — Valeurs françaises	19-09-67
Trans plus	Assurances du groupe de Paris	Revenu obligataire — Valeurs françaises	14-01-80
Trillion	Crédit lyonnais	Revenu obligataire — Valeurs françaises	15-06-87

NOM	ORGANISME promoteur	CARACTÉRISATION sommaire	DATE d'ouverture au public
U.F. 6 rendement	Demachy et associés	Revenu obligataire — Valeurs françaises	12-08-86
Uni MT	Banque Vernes commerciale de Paris	Revenu obligataire — Valeurs françaises	23-06-80
Unirente	C.N.C.A.	Revenu obligataire — Valeurs françaises	18-09-78
XI long terme	Capital système investissement	Revenu obligataire — Valeurs françaises	17-06-86
C.A.P. revenus	Cardif	Revenu trimestriel	16-06-86
Cortal intérêts trimestriels	Cortal	Revenu trimestriel	03-08-87
Finord trimestriel	Crédit du Nord	Revenu trimestriel	10-06-85
Hausmann obcroissance	Banque Worms	Revenu trimestriel	22-10-84
Multirendement	B.F.A.C.M.	Revenu trimestriel	16.10.78
Natio revenus	Banque nationale de Paris	Revenu trimestriel	22-01-86
Novoblig	Banque financière parisienne	Revenu trimestriel	01-06-87
Revenu vert	C.N.C.A.	Revenu trimestriel	29-04-85
Revenus trimestriels	C.D.C.	Revenu trimestriel	05-11-84
Sicasden	Groupe des banques populaires	Revenu trimestriel	21-04-81
Fructi ECU	Groupe des banques populaires	Sans caractérisation	24-02-86
Slivam	Crédit lyonnais	Valeurs étrangères diversifiées	26-03-64
Slivinter	Crédit lyonnais	Valeurs étrangères diversifiées	31-03-72
Soginter	Société générale	Valeurs étrangères diversifiées	20-11-64
Société d'invest. et de gestion S.I.G.	Paluel Marmont	Valeurs étrangères diversifiées	01-01-77
America valor	Crédit du Nord	Valeurs étrangères spécialisées	22-10-68
Amplitude	C.D.C.	Valeurs étrangères spécialisées	13-10-86
Étoile franco-allemande	Banque franco-allemande	Valeurs étrangères spécialisées	04-05-87
France Amérique index	Crédit chimique	Valeurs étrangères spécialisées	16-09-86
Laffitte Amérique	L'Européenne de banque	Valeurs étrangères spécialisées	01-12-86
Laffitte Japon	L'Européenne de banque	Valeurs étrangères spécialisées	02-07-84
Laffite Tokyo	L'Européenne de banque	Valeurs étrangères spécialisées	09-04-73
Monceau France Asie	Crédit chimique	Valeurs étrangères spécialisées	22-10-84
Sélection Amérique	Crédit commercial de France	Valeurs étrangères spécialisées	09-06-87

NOM	ORGANISME promoteur	CARACTÉRISATION sommaire	DATE d'ouverture au public
Sélection Europe	Crédit commercial de France	Valeurs étrangères spécialisées	04-09-85
Sélection or	Crédit commercial de France	Valeurs étrangères spécialisées	03-11-87
Sélection pacifique	Crédit commercial de France	Valeurs étrangères spécialisées	25-07-84
West side	Banque financière parisienne	Valeurs étrangères spécialisées	21-04-87
Argonautes	Banque Pallas France	Valeurs françaises diversifiées	30-05-85
Drouot investissement	Axa banque	Valeurs françaises diversifiées	17-06-70
Écureuil privatisations	C.D.C.	Valeurs françaises diversifiées	15-09-87
France finance opportunités	Duménil Leblé	Valeurs françaises diversifiées	27-04-87
Gestion intérêt placement	B.I.P.	Valeurs françaises diversifiées	16-09-85
G.M.F. actions	G.M.F.	Valeurs françaises diversifiées	09-11-87
Hausmann France	Banque Worms	Valeurs françaises diversifiées	26-06-86
Horizon	C.D.C.	Valeurs françaises diversifiées	02-05-83
Indosuez valeurs	Banque Indosuez	Valeurs françaises diversifiées	05-06-70
Investissement plus	Charge Tuffier, Ravier	Valeurs françaises diversifiées	16-06-86
Mondiale internationale	Crédit commercial de France	Valeurs françaises diversifiées	11-03-86
Multiobligations	Banque Indosuez	Valeurs françaises diversifiées	14-04-80
Objectif dynamique	MM. Lazard frères et Compagnie	Valeurs françaises diversifiées	09-12-87
Placements privatisation	B.N.S.M.	Valeurs françaises diversifiées	09-09-86
Rivoli situations spéciales	Demachy et associés	Valeurs françaises diversifiées	04-03-86
Sélection avenir	Crédit commercial de France	Valeurs françaises diversifiées	26-10-83
Sélection Rhône-Alpes	Crédit commercial de France	Valeurs françaises diversifiées	21-08-85
S.I. Est	Assurances du groupe de Paris	Valeurs françaises diversifiées	04-07-67
Slivafance	Crédit lyonnais	Valeurs françaises diversifiées	30-03-65
Titres invest. placement	B.I.P.	Valeurs françaises diversifiées	18-10-83
Uni régions	C.N.C.A.	Valeurs françaises diversifiées	06-12-82
Cortexa	Banque Paribas	Valeurs françaises diversifiées	28-07-80
Energia	G.A.N.	Valeurs françaises diversifiées	10-04-72

NOM	ORGANISME promoteur	CARACTÉRISATION sommaire	DATE d'ouverture au public
Laffitte Europe	L'Européenne de banque	Valeurs françaises diversifiées	01-09-87
Oraction	C.N.C.A.	Valeurs françaises diversifiées	01-12-87
Pri-comptant	Banque indust. mobilière privée	Valeurs françaises diversifiées	01-08-86
Saint-Honoré bio-alimentaire	La compagnie financière	Valeurs françaises diversifiées	17-06-85
Technocic	C.I.C.	Valeurs françaises diversifiées	16-01-84
+ X septentrion croissance	Financière Colbert	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	30-06-86
Acti mines d'or	Banque Louis Dreyfus	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	12-06-81
Actilion	Crédit lyonnais	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	28-09-87
Actions investissements	Groupe industrie sidérurgique	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	09-02-81
Actions sélectionnées	Union des assurances de Paris	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	02-12-68
A.G.F. actions	Assurances générales de France	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	09-02-70
A.G.F. ECU	Assurances générales de France	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	01-10-85
A.G.F. invest.	Assurances générales de France	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	15-05-87
Albion	Fimagest	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	07-12-87
Alsace-Moselle investissement	Société générale Alsacienne de Banque	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	10-05-84
Altefi	Union des assurances de Paris	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	13-02-73
Ameri-Gan	G.A.N.	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	29-09-86
Arc prévoyance	La France Vie	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	03-03-86
Astrolabe	Bafip	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	09-06-86
Atlas plus		Valeurs françaises/étrangères spécialisées	14-09-87
Aurecic	C.I.C.	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	16-12-85
Aurore	Banque de gestion privée	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	10-01-77
Axa Europe	Axa banque	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	23-12-86
Axa investissements	Axa banque	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	23-12-86
Bac-Sélection	Banque d'arbitrage et de crédit	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	09-11-87
Bred international	B.R.E.D.	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	07-10-86
B.T.P. valeurs	B.C.B.T.P.	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	01-02-73

NOM	ORGANISME promoteur	CARACTÉRISATION sommaire	DATE d'ouverture au public
Capital DR	Paluel Marmont	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	07-12-87
Cava oblig.	Crédit commercial de France	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	19-10-84
Columbia	Banque Worms	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	10-11-70
Conservateur St-Honoré	La compagnie financière	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	14-08-84
Convertimmo	Société générale	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	09-05-73
Corail	Banque de gestion privée	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	10-07-79
Credinter	C.I.C.	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	28-09-70
Croissance Britannia	L'épargne de France	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	06-11-87
Croissance finance	L'épargne de France	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	06-05-86
Croissance plus	L'épargne de France	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	25-09-87
Croissance prestige	L'épargne de France	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	16-12-85
Drouot sécurité	Axa banque	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	01-10-79
Eagle investissement	Eagle star vie	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	01-03-85
Ecofinondial	Ecofi-finance	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	23-03-87
Ecupar	Assurances du groupe de Paris	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	14-10-85
Egeval	B.R.E.D.	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	23-12-86
Elan U.S.A.	Rothschild et compagnie banque	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	08-10-86
Épargne assurance	Banque Paribas	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	09-02-71
Épargne croissance	Banque nationale de Paris	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	09-11-70
Épargne inter	Banque nationale de Paris	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	02-05-72
Épargne unie	C.N.C.A.	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	15-01-70
Épargne valeur	Banque nationale de Paris	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	01-04-64
Epsilon	Banque indust. mobilière privée	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	14-04-87
Essor	Banque Paribas	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	07-09-71
Étandard	Banque de gestion privée	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	01-10-87
Eureka	Banque de gestion privée	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	01-07-80
Eurinvest croissance internationale	Eurinvest finance	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	09-11-87

NOM	ORGANISME promoteur	CARACTÉRISATION sommaire	DATE d'ouverture au public
Eurinvest rendement international	Eurinvest finance	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	09-11-87
Euro Gan	G.A.N.	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	27-04-87
Eurocroissance	Banque de l'union européenne	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	01-10-69
Eurodyn	C.N.C.A.	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	29-05-86
Euromonnaies	Banque Paribas	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	07-10-85
Euroval	Banque de l'union européenne	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	01-10-79
Extrêm-Orient SICAV	Banque Paribas	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	07-10-86
Fimacroissance	Fimagest	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	21-10-86
Financière privée	Banque de l'union européenne	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	15-03-72
Finarval	Charge Courcoux, Bouvet	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	05-11-84
Fonciers valeurs	Crédit commercial de France	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	09-02-87
France investissement	Paluel Marmont	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	03-10-66
France Japon investissement	Charge Meeschaert, Rousselle	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	03-05-84
France réserve internationale	Banque Stern	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	15-05-85
France-Allemagne placements	Oïvalmo	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	22-06-87
Fructivalor	Groupe des banques populaires	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	01-07-80
Gestion associations	Banque Paribas	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	04-07-83
Gestion France Europe	Banque Indosuez	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	25-08-87
Gestion mobilière	B.N.S.M.	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	22-06-70
Gestion Orient	Banque Indosuez	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	07-11-84
Gestion rendement	Banque Indosuez	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	03-05-72
Gestion valeurs	Fédération crédit mutuel A-L F-C	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	20-07-87
Hausmann Europe	Banque Worms	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	05-03-84
Interoblig.	Société générale	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	24-09-79
Jade	Banque de gestion privée	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	28-05-84
Japacic	Banque de l'union européenne	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	12-06-84
Jupiter	Banque de gestion privée	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	20-02-84

NOM	ORGANISME promoteur	CARACTÉRISATION sommaire	DATE d'ouverture au public
Laffitte expansion	L'Européenne de banque	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	15-07-69
Le livret portefeuille	C.D.C.	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	11-04-67
Le portefeuille diversifié	Charge Nouailhetas	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	13-01-86
M.G.F. valeurs	Banque industrielle mobilière privée	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	27-12-83
Méditerranée	Axa banque	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	28-10-85
Midland action	Midland bank S.A.	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	09-03-87
Mondiale investissement	La Mondiale	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	01-07-82
Morgan croissance	Banque Morgan et Cie	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	22-12-86
Multi investissement	Bafip	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	07-05-84
Mutuelles unies sélection	Axa banque	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	01-02-84
Natio inter	Banque nationale de Paris	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	15-11-79
Natio obligations	Banque nationale de Paris	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	10-01-84
Natio participation	Banque nationale de Paris	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	01-04-86
Natio patrimoine	Banque nationale de Paris	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	10-06-85
Nippon-Gan	G.A.N.	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	29-09-86
Nord Sud développement	C.D.C.	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	15-04-85
Norwich expansion	Norwich union life insurance soc.	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	19-08-87
Nouveau monde	Banque de gestion privée	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	23-01-86
Objectif Acti-pierre	MM. Lazard frères et Cie	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	10-12-87
Objectif consommation	MM. Lazard frères et Cie	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	02-09-86
Obligations convertibles	Banque Paribas	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	14-02-73
Obilion	Crédit lyonnais	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	26-03-84
Ofima valeurs	Ofivalmo	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	17-04-84
Ofimaction	Ofivalmo	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	01-08-86
Omnigestion	Charge Ducatel, Duval	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	16-07-85
Optimat	Société générale	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	02-12-87
Optirente	Banque industrielle mobilière privée	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	22-08-84

NOM	ORGANISME promoteur	CARACTÉRISATION sommaire	DATE d'ouverture au public
Optivaleurs	Société générale	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	19-11-84
Orbival	Cardif	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	29-10-84
Orcif	Caisse de gestion mobilière	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	25-05-87
Oreca	Caisse de gestion mobilière	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	10-08-87
Orval	Caisse de gestion mobilière	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	04-08-86
Orvalor	Société générale	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	15-12-87
Paramérique SICAV	Banque Paribas	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	15-04-86
Pareurope	Banque Paribas	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	11-12-84
Paribas croissance SICAV	Banque Paribas	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	10-02-70
Paribas oblimonde	Banque Paribas	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	06-05-86
Paribas opportunités	Banque Paribas	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	30-12-86
Paribas patrimoine	Banque Paribas	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	02-06-70
Partner capital	Banque française standard chartered	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	09-06-87
P.F.A. actions	Banque de crédit et réal. placement	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	30-07-87
Placements institutionnels	B.N.S.M.	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	08-06-71
Planinter	Groupe des banques populaires	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	15-05-75
Prepar avenir	B.R.E.D.	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	02-09-86
Privinter	Banque industrielle mobilière privée	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	24-04-73
Privoblig	Banque industrielle mobilière privée	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	26-03-73
Provence international	MM. Hottinguer, G. Morhange	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	27-12-85
Pyramide actions	Banque industrielle commerciale du Marais	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	10-11-87
Quartz	C.N.C.A.	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	15-09-86
Rentalle	Société générale	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	05-09-86
Sage opportunités	Banque Saga	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	21-07-87
Saint Honoré Pacifique	La compagnie financière	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	01-06-81
Saint Honoré technologies	La compagnie financière	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	18-06-79
Saint Honoré P.M.E.	La compagnie financière	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	29-10-84

NOM	ORGANISME promoteur	CARACTÉRISATION sommaire	DATE d'ouverture au public
Saint Honoré services	La compagnie financière	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	25-05-87
Sélection croissance	Crédit du Nord	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	28-10-69
Sélection mobilière diversifiée	Crédit commercial de France	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	09-10-67
Sélection technologies	Crédit commercial de France	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	27-07-81
S.F.I.	C.D.C.	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	01-07-75
SICAV 90/10	Banque transatlantique	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	07-07-87
S.N.I.	C.I.C.	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	25-06-79
Sogeroc	Société générale	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	25-06-86
Sogear	Société générale	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	09-03-64
Soleil investissement	G.A.N.	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	15-01-70
Soleil Levant	Rothschild et compagnie banque	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	10-09-85
Solférino croissance	C.D.C.	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	08-08-86
Soprina	Banque de la mutuelle industrielle	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	03-04-78
Stratégie actions	Legal and general (France)	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	04-08-87
Stratégie internationale	Demachy et associés	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	29-10-84
Stratégie rendement	Legal and general (France)	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	04-08-87
Techno Gan	G.A.N.	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	13-10-86
U.A.P. investissements	Union des assurances de Paris	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	01-06-70
Uni obligations	Banque Vernes commerciale de Paris	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	01-04-76
Unigestion	Banque Vernes commerciale de Paris	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	22-02-71
Valeurs nouvelles	Banque Hervet	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	03-11-87
Valorem	Groupe des banques populaires	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	21-03-68
Via investissement	Via assurance	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	28-10-70
Victoire	Abeille Paix Vie	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	25-11-70
Victoire obligations	Victoire	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	02-06-80
Victoire sécurité	Abeille Paix Vie	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	19-03-84
Victoire valeurs	Abeille Paix Vie	Valeurs françaises/étrangères spécialisées	19-03-84

ANNEXE XV

Les placements en biens divers

I. — Principales statistiques au 31 décembre 1987

Dans le cadre de sa mission de surveillance des placements en biens divers et afin de suivre l'évolution de l'activité des sociétés qui ont proposé des investissements pour lesquels un document d'information a reçu un numéro d'enregistrement, la Commission des opérations de bourse a recueilli des statistiques globales sur les investissements concernés.

Le tableau ci-dessous indique, par grandes catégories de produits, le montant des capitaux recueillis en 1987 et le nombre d'investisseurs concernés par les placements ayant fait l'objet d'un document d'information.

CATÉGORIES	MONTANT des capitaux recueillis au 31.12.1987 (en milliers de francs)	NOMBRE d'investisseurs concernés
Conteneurs.....	0	0
Wagons.....	0	0
Forêts.....	0	0
Rentes viagères.....	40 572	278 dont 65 db (1)
Divers :		
— Cheptel de vaches.....	14 932	208
— Pénichettes.....	3 492	8
— Bateaux de plaisance.....	44 000	120
— Micro-centrale.....	8 932	77
Total Divers.....	71 356	413
TOTAL.....	111 928	691
(1) Débirentiers.		

II. — Liste des sociétés ayant fait l'objet d'un retrait
du numéro d'enregistrement en 1987,
ou dont le numéro d'enregistrement a été déclaré caduc

Retrait de numéros d'enregistrement :

Série « Conteneurs »

- **FITRANSCO S.A.**
Résidence Le Soleil
23, rue Frédéric-Passy, 06000 Nice.
C. 83-02 du 2 septembre 1983 : OPEN TOP 20' et 40' neufs.
C. 84-01 13 mars 1984 : conteneurs frigorifiques 20 pieds neufs.
- **GEMAFER**
55 bis, boulevard Rodocanachi, 13008 Marseille.
C. 83-05 du 20 septembre 1983 : documentation d'information générale.
CT 83-05 A du 20 septembre 1983 : document technique OPENTO 20' neufs.
CT 83-05 C du 20 septembre 1983 : document frigorifique 20' neufs.
CT 83-05 D du 20 septembre 1983 : document technique frigorifique 40' neufs.

Série « Forêts »

- **FRANCE FORÊTS S.A.R.L.**
Avenue El Sol, 06160 Juan-les-Pins.
F. 84-02 du 27 mars 1984 pour le document d'information générale.
F. 84-02 du 27 mars 1984 pour le document technique concernant la forêt du Châtelet.
FT. 84-02 C du 16 avril 1985 pour le document technique concernant la forêt de Vollore Montagne.

Série « Divers »

- **FINAINVEST**
74, route de la Reine, 92100 Boulogne.
D. 85-02 du 17 septembre 1985 pour le document d'information générale concernant la commercialisation de la micro-centrale hydro-électrique de Chartrettes.

Série « Rentes viagères »

- **LA FRANÇAISE DE RENTES ET DE FINANCEMENTS**
74, avenue de Wagram, 75017 Paris.
RV. 83-01 du 10 août 1983 pour un document d'information mis à jour le 27 octobre 1983 concernant la souscription de rentes viagères (prise d'effet au 1^{er} janvier 1988).

Numéros d'enregistrements devenus caducs :

Série « Forêts »

LAFFITTE-PATRIMOINE

6, rue Pillet-Will, 75009 Paris.

F. 84-03 du 17 juillet 1984, pour le document d'information concernant le bois de la Gruerie.

Série « Biens d'équipement »

ÉNERGIE SERVICE (Micro-centrale hydro-électrique)

74, route de la Reine, 92100 Boulogne.

E. 87-0 du 14 avril 1987 pour le document d'information concernant la commercialisation d'une micro-centrale hydro-électrique située dans la commune de Tours-en-Savoie, la totalité des parts ayant été commercialisées.

ANNEXE XVI

Les sociétés civiles de placements immobiliers (S.C.P.I.) et les groupements fonciers agricoles (G.F.A.)

I. — Les S.C.P.I.

L'évolution des principaux chiffres caractéristiques des S.C.P.I. au cours des cinq dernières années est présentée dans le tableau ci-après :

Années	1983	1984	1985	1986	1987
Nombre de S.C.P.I. en activité en fin de période.....	76	81	85	106	144
Capitaux collectés (MF).....	1 003	1 073	1 935	4 761	9 103
Investissements réalisés (MF).....	1 054	930	1 655	3 606	7 126
Capitalisation (MF).....	12 347	14 103	16 950	23 418	34 306

II. — Les G.F.A.

Les deux tableaux ci-après retracent l'évolution du nombre de groupements fonciers agricoles créés chaque année, ainsi que les montants des capitaux collectés à ce titre au cours des cinq dernières années.

Nombre de G.F.A. créés

Années	1983	1984	1985	1986	1987	TOTAL depuis l'origine (1977)
Notaires.....	1	2	2	1	0	91
Crédit Agricole.....	22	41	52	71	36 (1)	428
Total.....	23	43	54	72	36	519

(1) G.F.A. uniquement à vocation viticole.

Capitaux collectés (en milliers de francs)

Années	1983	1984	1985	1986	1987	TOTAL depuis l'origine (1977)
Notaires.....	530	1 050	2 060	510	0	65 196
Crédit Agricole	32 590 (1)	10 185 (1)	10 885 (1)	11 065 (1)	45 085 (1) (2)	440 635
Total	33 120	11 235	12 945	11 575	45 085	505 831
(1) Non comprises les souscriptions S.E.F.A. et fermiers. (2) G.F.A. uniquement à vocation viticole.						

ANNEXE XVII

État au 29 février 1988 des affaires transmises au Parquet en vue de poursuites pénales par la Commission des opérations de bourse

DATE de transmission	NOM de l'affaire	NATURE	SUITE DONNÉE par le Parquet
28-11-83	<i>Unigestion-S.G.E.-S.B.</i> Parquet de Paris	Initiés	Information en cours
27-06-84	<i>Marché obligataire</i> Parquet de Paris	Action illicite sur le marché	Information en cours
30-06-86	<i>Financière du Rosario</i> Parquet de Paris	Initiés	Information en cours
18-12-86	<i>Générale de fonderie</i> Parquet de Paris	Initiés	Information en cours
21-01-87	<i>Motobécane</i> Parquet de Paris	Initiés	Dossier classé sans suite par le Parquet
01-04-87	<i>Spie Batignolles</i> Parquet de Paris	Franchissement de seuils	Information en cours
13-04-87	<i>M. G (remisier)</i> Parquet de Paris	Publicité mensongère Abus de confiance	Information en cours
29-06-87	<i>Chargeurs S.A.</i> Parquet de Paris	Initiés	Dossier classé sans suite par le Parquet
12-08-87	<i>Kalamazoo</i> Parquet de Bordeaux	Appel public à l'épargne et démarchage irréguliers	Information en cours
16-08-87	<i>Slei-Rep</i> Parquet de Lyon	Franchissement de seuils	Classé sans suite par le Parquet
08-02-88	<i>C.R.I.-Sagittaire</i> Parquet de Nanterre	Appel public à l'épargne irrégulier	Enquête préliminaire en cours
03-11-87	<i>Calciphos</i> Parquet de Paris	Initiés	Enquête préliminaire en cours
08-12-87	<i>Herrickoa</i> Parquet de Bayonne	Appel public à l'épargne et démarchage irréguliers	Enquête préliminaire en cours
18-01-88	<i>Royco</i> Parquet de Paris	Appel public à l'épargne irrégulier	Information en cours

ANNEXE XVIII

La commission des opérations de bourse et le public statistiques des correspondances reçues par le service juridique

	1986	1987
Demandes de renseignements provenant de :		
Sociétés	266	182
Entreprises de produits divers.....	2	1
Particuliers actionnaires	414	425
Particuliers investisseurs en produits divers.....	1	0
Commissaires aux comptes.....	7	6
Intermédiaires professionnels et conseils juridiques	104	73
Divers	156	123
Total.....	950	810
Plaintes concernant :		
Les sociétés civiles de placements immobiliers.....	16	15
Les sociétés commerciales.....	326	325
Les entreprises de produits divers.....	579	90
Les agents de change.....	94	157
Les banques	295	339
Divers	41	134
Total.....	1 351	1 060
Total général.....	2 301	1 870

ANNEXE XIX

Le centre de documentation et d'information du public

Le centre de documentation et d'information de la Commission (1) est ouvert sur rendez-vous de 13 h 30 à 17 h 15, du lundi au vendredi inclus (2), à toute personne qui souhaite s'informer sur les activités de la Commission et les sociétés cotées en bourse.

Le centre a accueilli, comme les années précédentes, plus de 2 500 visiteurs. Leur origine socio-professionnelle est segmentée en trois catégories :

- Étudiants en sciences économiques, gestion ou droit : 60 %.
- Professionnels de la bourse, de la banque, de la comptabilité et du droit des sociétés : 36 %.
- Particuliers : 4 %.

Rappelons que le centre de documentation propose à la consultation de nombreux dossiers de presse, que complètent le cas échéant des articles de fond ou des ouvrages spécialisés, sur des sujets variés : la réforme et les mécanismes boursiers, les organismes de placement collectif (Sicav, fonds communs de placement), les nouveaux produits financiers, le rôle du marché financier, les problèmes relatifs à l'épargne et à l'investissement, la vie des entreprises, le droit des sociétés, etc.

Les dossiers constitués sur les sociétés cotées, parce qu'ils présentent l'avantage de rassembler des sources d'information le plus souvent dispersées, constituent sans doute l'attrait majeur du centre de documentation. On trouve dans chaque dossier relatif à une société :

- les statuts ;
- des fiches d'analyse financière ;
- les rapports annuels des cinq dernières années ainsi que les comptes rendus d'assemblée générale extraordinaire ;
- tous les documents relatifs à des opérations ayant modifié le capital ou s'étant accompagnées d'un appel public à l'épargne (notes d'information visées par la Commission lors de l'introduction en bourse, lors d'une augmentation de capital, d'un emprunt ou d'une O.P.A., documents d'information relatifs à des opérations de fusion ou d'apport partiel d'actif, avis de décisions de la Chambre syndicale des agents de change, etc.) ;
- un dossier de presse provenant du dépouillement de la plupart des quotidiens nationaux et de l'ensemble des hebdomadaires et mensuels financiers.

(1) 39-43, quai André-Citroën, 75015 PARIS. Tél. : 45 78 41 90 et 45 78 43 96 de 9 h 30 à 12 h et de 14 h à 17 h 15.

(2) Le centre a été fermé du 5 juillet au 30 septembre 1987.

De tels dossiers existent sur toutes les sociétés françaises ou étrangères dont les actions sont inscrites à la cote officielle de la Bourse de Paris ou d'une bourse régionale, ou au second marché. D'autres moins complets, ou composés quelque peu différemment, sont également disponibles sur des sociétés négociées au hors cote ou cotées pour leurs obligations et non pour leurs actions, ainsi que sur les Sicav et les sociétés civiles de placements immobiliers soumises au contrôle de la Commission.

Si la fonction principale du centre de documentation est d'accueillir et de renseigner sur place, d'orienter les recherches bibliographiques, éventuellement aussi de diriger certaines personnes sur les services techniques de la Commission, d'autres tâches lui sont également imparties ; il lui revient de répondre aux demandes de renseignements faites par téléphone ou par courrier ne nécessitant ni recherches trop approfondies, ni envois trop volumineux, et de participer à la diffusion des études, règlements, instructions et recommandations de la Commission dont la liste peut être envoyée sur simple demande.

Offrant l'avantage de rassembler en un même lieu les documents sociaux des entreprises faisant appel public à l'épargne ainsi qu'un grand nombre de dossiers juridiques, économiques, financiers et boursiers, le centre de documentation constitue ainsi une structure d'accueil susceptible de répondre à l'attente de tous, spécialistes, épargnants individuels aussi bien qu'étudiants.

Deux des délégations régionales de la Commission des opérations de bourse, celles de Lyon (1) et de Nancy (2) disposent également de centres de documentation ouverts au public. Chacun de ces centres détient les principales études, recommandations, règlements et instruction de la Commission et met à la disposition du public, pour consultation sur place, des dossiers sur les sociétés cotées à Lyon ou Nancy, selon le cas.

(1) 14, rue de la République, 69268 Lyon Cédex 1 - Tél. 78 37 52 57.

(2) 2, rue Chanzy, 54000 Nancy - Tél. 83 37 37 01.

ANNEXE XX

Liste des publications de la Commission des opérations de bourse en 1987 (1)

- Bulletin mensuel (2) (cf. ci-après table des matières de l'année 1987).
Prix de l'abonnement 1987 incluant l'envoi du rapport annuel : 500 francs (11 numéros par an).
Prix du numéro : 50 francs.
- Règlement n° 87-01 relatif à l'admission de valeurs mobilières à la cote officielle (10 F).
- 19^e rapport annuel au Président de la République. Activité pour l'année 1986 (100 F).
- Règlement n° 87-02 relatif au prospectus établi par les émetteurs de billets de trésorerie à plus de deux ans.
- Instruction du 2 juin 1987, prise en application du Règlement n° 87-02 du 31 mars 1987, relative au prospectus établi par les entreprises émettrices de billets de trésorerie à plus de deux ans.
- Instruction du 31 juillet 1987 complémentaire à l'instruction du 2 février 1982. Procédure de visa rapide des notes d'information.
- Recommandation n° 87-01 de la Commission concernant les informations boursières diffusées par minitel.
- Instruction pour l'application du décret n° 87-799 du 30 septembre 1987 portant modification du régime des redevances perçues par la COB.
- Recommandation n° 87-02 en vue de l'accélération de la publication des comptes annuels consolidés.
- Règlement n° 87-03 de la Commission relatif à l'établissement et la diffusion d'une note d'information concernant le marché d'options négociables.
- Amendements à l'instruction relative au second marché.
- Recommandation n° 87-03 concernant les tarifs des frais supportés par les détenteurs de valeurs mobilières.
- Instruction relative au plan d'épargne en vue de la retraite.

(1) La liste complète des études, règlements, instructions et recommandations de la Commission, diffusés à titre gratuit ou payant selon le cas, est disponible sur simple demande écrite ou téléphonique (45 78 41 90 et 45 78 43 96).

(2) La table des matières qui rassemble par thème et par ordre chronologique les articles publiés dans le Bulletin mensuel depuis l'origine (1969) et jusqu'en décembre 1982, peut être obtenue sur demande écrite ou téléphonique (45 78 43 97).

Bulletin mensuel d'information de la Commission des opérations de bourse

ANNÉE 1987

TABLE DES MATIÈRES

COMMISSION DES OPÉRATIONS DE BOURSE

Organisation

- N° 200 - Février — Nomination à la Commission (M. François Veverka).
N° 202 - Avril — Nomination à la Commission (Mme Marie-Charlotte Piniot).
N° 207 - Octobre — Organisation du Service de l'Information.

Attribution

- N° 207 - Octobre — Instructions pour l'application du décret n° 87-799 du 30 septembre 1987 portant modification du régime des redevances perçues par la COB.

INFORMATION DES SOCIÉTÉS

Assemblées générales

- N° 201 - Mars — Relevé des dates prévues pour les assemblées générales des sociétés cotées en 1987.

Publications périodiques obligatoires

- N° 201 - Mars — Statistiques relatives à l'information périodique obligatoire. Publication du chiffre d'affaires.
N° 205 - Juillet — Publication de comptes annuels provisoires au *BALO*.
N° 206 - Août-Septembre — Statistiques relatives à l'information périodique obligatoire. Publication du chiffre d'affaires.
N° 209 - Décembre — Statistiques relatives à l'information périodique obligatoire. Publication du chiffre d'affaires et des rapports semestriels.

Notes d'information

- N° 200 - Février — Statistiques des visas et notes d'information.
- N° 205 - Juillet — Opérations financières : informations données ne figurant pas dans la note d'information.
- N° 206 - Août-Septembre — Instruction du 31 juillet 1987 complémentaire à l'Instruction du 2 février 1982. Procédure de visa rapide des notes d'information.
- N° 208 - Novembre — Règlement n° 87-03 de la Commission, relatif à l'établissement et à la diffusion d'une note d'information concernant le marché d'options négociables.

Information des actionnaires

- N° 199 - Janvier — Liste des sociétés en règlement (ou redressement) judiciaire.
- N° 200 - Février — Amélioration de l'information permanente et modernisation du marché.
- N° 202 - Avril — La diffusion de l'information et la modernisation du marché.
- N° 204 - Juin — Présentation du 19^e Rapport annuel pour 1986 : exposé du président Yves le Portz à l'occasion de la conférence de presse du 19 juin 1987.
- N° 205 - Juillet — Opérations financières : informations données ne figurant pas dans la note d'information.
- N° 206 - Août-Septembre — Recommandations n° 87-01 de la Commission concernant les informations boursières diffusées par minitel.
— Rôle de contrôle de la Commission en matière de création de golfs.
- N° 208 - Novembre — La bourse en 1988 et les priorités de la COB pour la protection de l'épargne (Intervention de M. Yves Le Portz, président de la COB au Forum de l'Investissement).
— Liste des sociétés inscrites à la cote officielle dont les capitaux propres sont inférieurs à la moitié du capital social.
— Nouveau marché et protection de l'épargne : programme provisoire de la journée d'étude organisée à l'occasion du 20^e anniversaire de la COB.
- N° 209 - Décembre — Recommandation n° 87-03 concernant les tarifs des frais supportés par les détenteurs de valeurs mobilières.

Information des créanciers

- N° 200 - Février — Publicité du premier coupon d'intérêt des emprunts obligataires.
- N° 201 - Mars — Plaintes concernant l'amortissement des obligations dématérialisées.
- N° 204 - Juin — Commentaires sur le Règlement n° 87-02 de la COB et sur l'Instruction prise pour son application, relatif au prospectus à établir par les émetteurs de billets de trésorerie à plus de deux ans.
- Règlement n° 87-02 de la Commission, relatif au prospectus établi par les émetteurs de billets de trésorerie à plus de deux ans.
- Instruction du 2 juin 1987, prise en application du Règlement n° 87-02 du 31 mars 1987, relatif au prospectus établi par les entreprises émettrices de billets de trésorerie à plus de deux ans.
- N° 207 - Octobre — Informations publiées par les entreprises émettrices de billets de trésorerie. Communiqué de la Commission en date du 10 septembre 1987 et état des publications.

Presse

- N° 206 - Août-Septembre — Recommandations n° 87-01 de la Commission concernant les informations boursières diffusées par minitel.

QUESTIONS COMPTABLES ET COMMISSAIRES AUX COMPTES

- N° 199 - Janvier — Entrée en vigueur de la loi sur les comptes consolidés.
- N° 200 - Février — Règles comptables pour les sociétés de portefeuille.
- N° 201 - Mars — Présentation du résultat net courant dans les comptes des sociétés françaises.
- N° 203 - Mai — Traitement comptable des bons de souscription chez les émetteurs.
- N° 205 - Juillet — Intervention de M. Yves Le Portz, président de la Commission, à l'occasion de l'assemblée générale de la Compagnie régionale des commissaires aux comptes.
- Achèvement de la période transitoire pour les comptes consolidés.
- N° 208 - Novembre — Recommandation n° 87-02 en vue de l'accélération de la publication des comptes annuels consolidés.
- Communiqué relatif au 2^e Rapport du Comité de l'examen national d'activité des commissaires aux comptes (4 novembre 1987).
- N° 209 - Décembre — Communication de la Commission des opérations de bourse relative à la sincérité des comptes des entreprises.

ACTIVITÉS BOURSIÈRES

Cote officielle

- N° 201 - Mars — Commentaires sur le Règlement n° 87-01 de la Commission des opérations de bourse, relatif à l'admission de valeurs mobilières à la cote officielle.
- N° 206 - Août-Septembre — Reconnaissance mutuelle du prospectus d'admission à la cote officielle (directive du Conseil des communautés européennes du 22 juin 1987).

Second marché

- N° 207 - Octobre — Le second marché à la fin septembre 1987.
- N° 209 - Décembre — Communication relative à l'introduction des sociétés au second marché.

Fonctionnement de la Bourse

- N° 202 - Avril — Décisions judiciaires intervenues en matière d'offres publiques d'achat.
- N° 207 - Octobre — Modification des conditions d'octroi et de renouvellement de la carte professionnelle des remisiers et gérants de portefeuille.

Surveillance du marché

- N° 199 - Janvier — Acquisitions ou cessions de participations significatives dans le capital de sociétés cotées (2^e semestre 1986).
- N° 201 - Mars — Constatations d'infractions à la loi sur l'autocontrôle et la déclaration de participations détenues dans les sociétés cotées (loi du 12 juillet 1985).
- N° 205 - Juillet — Modification de la loi du 12 juillet 1985, relative aux participations détenues dans les sociétés par actions.
— Acquisitions ou cessions de participations significatives dans le capital de sociétés cotées (1^{er} semestre 1987).
- N° 206 - Août-Septembre — Maintien de cours des actions de la Générale Occidentale par la C.G.E.
- N° 209 - Décembre — Enquête effectuée sur le marché des actions de La Redoute.

Offres publiques d'achat ou d'échange

- N° 202 - Avril — Décisions judiciaires intervenues en matière d'offres publiques d'achat.

PLAN D'ÉPARGNE EN VUE DE LA RETRAITE

- N° 209 - Décembre -- Instruction relative au plan d'épargne en vue de la retraite.

PLACEMENTS DES VALEURS MOBILIÈRES

- N° 206 - Août-Septembre — Démarche en vue de proposer la souscription de parts de fonds communs de placement.

SOCIÉTÉS D'INVESTISSEMENT A CAPITAL VARIABLE

- N° 200 - Février — Statistiques sur les SICAV — 4^e trimestre 1986.
- N° 202 - Avril — Réalisation d'opérations de change à terme par les O.P.C.V.M.
- N° 204 - Juin — Statistiques des SICAV au 1^{er} trimestre 1987.
- N° 205 - Juillet — Répartition des SICAV court terme en deux « classes de risques ».
— Nouvelles consultations ouvertes aux SICAV et F.C.P. sur minitel.
- N° 206 - Août-Septembre — Classement des SICAV en fonction de leurs types d'intervention sur le MATIF.
- N° 207 - Octobre — Statistiques des SICAV au 2^e trimestre 1987.
- N° 208 - Novembre — Mise à jour de l'Instruction de la Commission des opérations de bourse du 30 juillet 1985, portant modification des instructions en date des 26 juin et 1^{er} octobre 1979, relatives aux SICAV et F.C.P. créés en application du Titre I de la loi n° 79-594 du 19 juillet 1979.
— Mise à jour de l'Instruction de la Commission du 30 juillet 1985.
- N° 209 - Décembre — Statistiques des SICAV au 3^e trimestre 1987.

FONDS COMMUNS DE PLACEMENT

- N° 202 - Avril — Réalisation d'opération de change à terme par des O.P.C.V.M.
— Publication de documents trimestriels effectués par les fonds communs de placement.
— Statistiques sur les F.C.P. à vocation générale au 31 décembre 1986.
— Liste des F.C.P. à vocation générale approuvée au cours de l'année 1986.
- N° 203 - Mai — Statistiques des F.C.P. à risques au 31 décembre 1986.
- N° 205 - Juillet — Intervention des F.C.P. de la participation sur le MATIF.
— Conditions de souscription de parts de F.C.P.
— Nouvelles consultations ouvertes aux SICAV et F.C.P. sur minitel.

- N° 208 - Novembre — Mise à jour de l'Instruction de la Commission des opérations de bourse du 30 juillet 1985, portant modification des instructions en dates des 26 juin et 1^{er} octobre 1979, relatives aux SICAV et F.C.P. créés en application du Titre I de la loi n° 79-594, du 13 juillet 1979.
- Mise à jour de l'Instruction de la Commission du 30 juillet 1985.
- N° 209 - Décembre — Statistiques sur les F.C.P. à vocation générale au 30 juin 1987.

SOCIÉTÉS CIVILES DE PLACEMENTS IMMOBILIERS

- N° 201 - Mars — Situation au 31 décembre 1986.
- N° 206 - Août-Septembre — Cessions de parts.
- N° 207 - Octobre — Situation au 30 juin 1987.

QUESTIONS JURIDIQUES

- N° 199 - Janvier — Utilisation abusive de la procédure d'émission de bons de souscription d'actions.
- N° 200 - Février — Les conditions de fermeture des sociétés faisant publiquement appel à l'épargne.
- N° 201 - Mars — Décisions judiciaires en matière d'initiés.
— Plaintes concernant l'amortissement des obligations dématérialisées.
- N° 202 - Avril — Observations de la Commission des opérations de bourse sur les émissions de titres donnant accès au capital.
— Transmission aux autorités judiciaires d'un dossier concernant un remisier gérant de portefeuille.
— Décisions judiciaires intervenues en matière d'offres publiques d'achat.
- N° 203 - Mai — Décision judiciaire intervenue en matière d'abus de pouvoir.
- N° 205 - Juillet — Loi n° 87-416 du 17 juin 1987 sur l'épargne : le nouveau régime des titres des sociétés cotées.
— Modification de la loi du 12 juillet 1985 relative aux participations détenues dans les sociétés par actions.
— Transmission au parquet d'un dossier d'initiés.
- N° 207 - Octobre — Affaire A.M.R.E.P. : arrêt de la Cour d'appel de Paris du 10 juillet 1987.
- N° 209 - Décembre — Modification des conditions d'exercice des bons de souscription.
— Transmission au parquet d'un dossier d'initiés.

COMMUNIQUÉS

- N° 199 - Janvier
(Supplément N° 33) — Communiqué de la Commission, en date du 16 janvier 1987, concernant la commercialisation des biens divers.
— Communiqués de la Commission, en dates des 5 et 20 janvier 1987, concernant la transmission des ordres de vente d'actions de la Compagnie de Saint-Gobain.
- N° 200 - Février — Communiqué de la Commission, en date du 16 février 1987, concernant la création d'un groupe de travail pour la déontologie du marché financier.
— Communiqué de la Commission, en date du 4 mars 1987, relatif à l'admission des valeurs mobilières à la cote officielle des bourses de valeurs.
- N° 201 - Mars — Communiqué de la Commission, en date du 30 mars 1987, relatif à la publication des comptes des sociétés.
- N° 203 - Mai — Communiqué de la Commission, en date du 30 mars 1987, relatif aux publications des sociétés.
— Communiqué de la Commission, en date du 21 mai 1987, relatif à la réunion du Comité exécutif de l'Organisation internationale des commissions de valeurs.
- N° 206 - Août-Septembre — Communiqué de la Commission, en date du 30 juillet 1987, relatif à la création d'un comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (O.I.C.V.).
— Communiqué de la Commission, en date du 4 août 1987, relatif à l'établissement d'une procédure de visa rapide des notes d'information.
- N° 207 - Octobre — Communiqué de la Commission, en date du 10 septembre 1987, concernant les informations publiées par les entreprises émettrices de billets de trésorerie.
- N° 208 - Novembre — Communiqué de la Commission, en date du 26 octobre 1987, relatif aux informations sur la situation des émetteurs de billets de trésorerie.
— Communiqués de la Commission, en dates des 3 et 4 novembre 1987, relatifs à l'offre publique d'échange de CEGID sur C.C.M.C.
- N° 209 - Décembre — Communiqué de la Commission, en date du 16 novembre 1987, relatif à la société CEDIS.

ÉTUDES

- N° 199 - Janvier
(Supplément « Études »
N° 3) — Comparaison entre les coûts d'une transaction sur actions à Paris et à Londres.
- N° 200 - Février — L'origine des souscriptions aux emprunts émis au cours du premier semestre 1986.
- N° 203 - Mai
(Supplément « Études »
N° 6) — Les émissions de valeurs mobilières en 1986 et au premier trimestre 1987.

- N° 204 - Juin
(Supplément « Études » — La fiscalité applicable aux valeurs mobilières en France,
N° 7) en R.F.A., en Grande-Bretagne, aux États-Unis et au Japon.
- N° 205 - Juillet
(Supplément « Études » — Tableau de bord détaillé.
N° 8)
- N° 206 - Août-Septembre
(Supplément « Études » — L'internationalisation de la place de Paris.
N° 9)
— Rapport d'étape du groupe de déontologie des activités financières.
- N° 209 - Décembre
(Supplément « Études » — Étude sur les frais de gestion et de négociation d'un
N° 12) portefeuille d'actions.
— La crise boursière d'octobre 1987.

PLACEMENTS EN BIENS DIVERS

- N° 199 - Janvier
(Supplément N° 33) — Jugement rendu : GEMMEXA S.A.
— Communiqué de la Commission, en date du 16 janvier 1987, concernant la commercialisation des biens divers.
- N° 201 - Mars
(Supplément N° 34) — États des procédures judiciaires.
- N° 208 - Novembre — Placements en biens divers : décisions judiciaires concernant G.C.W., P.G., CONTENEURS, P.G. INVESTISSEMENTS et S.E.G.P.

COOPÉRATION INTERNATIONALE

- N° 202 - Avril — Communiqué de la Commission, en date du 21 mai 1987, relatif à la réunion du Comité exécutif de l'Organisation internationale des commissions de valeurs.
— 12^e Conférence annuelle de l'Organisation internationale des commissions de valeurs.
— Communiqué de la Commission, en date du 30 juillet 1987, relatif à la création d'un Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (O.I.C.V.).
- N° 207 - Octobre — Compte rendu de la 12^e Conférence annuelle de l'O.I.C.V. tenue à Rio de Janeiro du 1^{er} au 4 septembre 1987.

Le présent rapport a été arrêté et signé le 24 mai 1988 par M. Yves Le Portz, président de la Commission des opérations de bourse, et par MM. Gilles Brac de la Perrière, Xavier Dupont, Jacques Bonnet de la Tour, Pierre Bézard, membres du Collège.

M. Yves Le Portz 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.

Direction des Journaux officiels,
26, rue Desaix
75727 Paris Cedex 15
Édition : Juin 1988
Dépôt légal : Juillet 1988
N° Éditeur : 340990000-0588

DIRECTION DES JOURNAUX OFFICIELS
26, RUE DESAIX, 75727 PARIS CEDEX 15

Service Diffusion-Promotion : Tél. : (1) 40.58.76.08 et 76 31

Renseignements publications : Tél. : (1) 45.78.61.44

Télex : 201173 F DIRJO PARIS

Prix : 110 F

N° 4099

ISBN 2-11-072258-4

ISSN 0767-4538