

N° 72

# SÉNAT

PREMIÈRE SESSION ORDINAIRE DE 1982-1983

---

Annexe au procès-verbal de la séance du 28 octobre 1982.

## RAPPORT

FAIT

*au nom de la commission des Finances, du Contrôle budgétaire et des Comptes économiques de la Nation (1) sur le projet de loi ADOPTÉ PAR L'ASSEMBLÉE NATIONALE APRÈS DÉCLARATION D'URGENCE sur le développement des investissements et la protection de l'épargne.*

Par M. René MONORY,

Sénateur.

---

(1) Cette Commission est composée de : MM. Edouard Bonnefous, *président* ; Henri Duffaut, Jacques Descours Desacres, Geoffroy de Montalembert, Jean Cluzel, *vice-présidents* ; Modeste Legouez, Paul Jargot, Yves Durand, Louis Perrein, *secrétaires* ; Maurice Blin, *rapporteur général* ; René Ballayer, Charles Beaupetit, Stéphane Ronduel, Henri Caillavet, René Chazelle, Pierre Croze, Marcel Debarge, Gérard Delfau, Marcel Fortier, André Fosset, Jean-Pierre Fourcade, Jean Francou, Pierre Gamboa, Henri Goetschy, Robert Guillaume, Marc Jacquet, Tony Larue, Georges Lombard, Michel Manet, Josy Moinet, René Monory, Jean-François Pintat, Christian Poncelet, Mlle Irma Rapuzzi, MM. Joseph Raybaud, Robert Schmitt, René Tomasini, Henri Torre, Camille Vallin.

Voir les numéros :

Assemblée nationale (7<sup>e</sup> législ.) : 1080, 1090 et in-8° 227.

Sénat : 523 (1981-1982).

---

*Epargne. — Actions à dividende prioritaire sans droit de vote - Banques et établissements financiers - Bourse des valeurs - Certificats d'investissement - Commission des opérations de bourse - Compte d'épargne en actions - Crédit d'impôt - Droits des actionnaires - Entreprises - Fonds communs de placement à risques - Investissement - Plus-values - Politique économique et sociale - Sociétés civiles et commerciales - Titres participatifs - Valeurs mobilières.*

## SOMMAIRE

	Pages
Introduction .....	5
<b>CHAPITRE PREMIER. — La baisse préoccupante du taux d'épargne des ménages ..</b>	<b>7</b>
<b>A. — Les causes de la réduction de l'épargne .....</b>	<b>8</b>
1° Des fluctuations conjoncturelles .....	8
2° Des mouvements à plus long terme .....	9
<b>B. — L'évolution récente de l'épargne des ménages .....</b>	<b>10</b>
1° Les revenus d'activité .....	10
2° La consommation des ménages .....	11
<b>CHAPITRE II. — Des placements liquides à l'épargne investie dans les entreprises ..</b>	<b>12</b>
<b>A. — Une épargne très liquide .....</b>	<b>12</b>
1° Les facteurs déterminants .....	12
2° Les comparaisons internationales .....	13
3° Les placements à court terme .....	14
<b>B. — La loi du 13 juillet 1978 et le financement des entreprises .....</b>	<b>16</b>
1° L'augmentation du nombre des actionnaires .....	16
2° L'accroissement des sommes investies dans les entreprises .....	17
<b>CHAPITRE III. — La dégradation sensible des revenus et de l'investissement des entreprises .....</b>	<b>19</b>
<b>A. — Une situation financière dégradée .....</b>	<b>19</b>
1° Un « creux historique » en 1981 .....	19
2° La poursuite de la dégradation en 1982 .....	21
<b>B. — Le poids insupportable des charges .....</b>	<b>22</b>
1° La progression des charges sociales .....	22
2° Le relèvement des charges financières .....	22
<b>C. — La baisse de l'investissement productif .....</b>	<b>23</b>
1° L'évolution défavorable de l'investissement .....	23
2° Des besoins en équipement considérables .....	23

	Pages
CHAPITRE IV. — Des propositions nouvelles pour le développement de l'épargne ..	25
A. — L'encouragement fiscal à l'épargne .....	25
1° Le développement du marché des obligations .....	25
2° La création du compte d'épargne en actions .....	26
3° Le crédit d'impôt .....	26
B. — Le financement des investissements et la protection de l'épargne .....	26
1° Des mesures tendant à favoriser la constitution de fonds propres dans les entreprises .....	27
2° Des dispositions visant à garantir les droits des actionnaires .....	29
Conclusion .....	31
Examen des articles .....	33
TITRE PREMIER. — Le financement des investissements des entreprises .....	33
<i>Chapitre premier.</i> — Simplification des règles relatives à la constitution des sociétés anonymes et aux augmentations de capital .....	33
Article premier : Constitution des sociétés anonymes - Suppression de l'obligation de déclaration notariée de souscriptions et de versements .....	34
Article 2 : Augmentation de capital - Suppression des obligations de déclaration notariée de versements et souscriptions et de dépôt de la liste des souscripteurs .....	37
Article 3 : Augmentation de capital - Suppression de l'exigence du bulletin de souscription en cas d'intervention d'un intermédiaire financier .....	39
Article 4 : Augmentation de capital - Mise en œuvre de certains effets juridiques de la « prise ferme » en cas de garantie de bonne fin de l'opération .....	41
Article 5 : Augmentation de capital - Aménagement du droit de souscription préférentiel des actionnaires .....	42
<i>Chapitre premier bis (nouveau).</i> — Emission d'actions à titre de dividendes ....	46
Article 5 bis (nouveau) : Emission d'actions à titre de dividendes .....	46
<i>Chapitre II.</i> — Actions à dividende prioritaire sans droit de vote .....	49
Article 6 : Extension de la possibilité de création des actions à dividende prioritaire au regard de la condition relative aux bénéfices ....	51
Article 7 : Possibilité de créer des actions à dividende prioritaire sans droit de vote lorsqu'il existe des obligations convertibles en actions .....	52
Article 8 : Possibilité de créer des actions à dividende prioritaire sans droit de vote lorsqu'il existe des obligations échangeables contre des actions .....	54

	Pages
Article 9 : Modalités de création et de conversion des actions à dividende prioritaire sans droit de vote .....	55
Article 10 : Modification du mode de calcul du montant minimum du dividende prioritaire .....	57
Article 11 : Réduction de la durée pendant laquelle le droit de vote est attribué faute temporairement de versement du dividende prioritaire .....	59
<i>Chapitre III. — Certificats d'investissement</i> .....	60
Article 12 : Les certificats d'investissement : création et régime juridique .	60
<i>Chapitre IV. — Titres participatifs</i> .....	67
Article 13 : Les titres participatifs : création et régime juridique .....	67
Article 14 : Les titres participatifs : régime fiscal .....	71
<i>Chapitre V. — Fonds communs de placement à risques</i> .....	72
Article 15 : Fonds communs de placement à risques .....	72
<b>TITRE II. — La protection des épargnants</b> .....	75
<i>Chapitre premier. — Droits des actionnaires</i> .....	75
Article 16 : Vote par correspondance aux assemblées générales d'actionnaires .....	75
Article 17 : Sociétés cotées : obligation de présenter un bilan et un compte de résultats consolidés .....	77
Article 18 : Sociétés cotées : obligation de présenter un bilan et un compte de résultats consolidés - Sanctions .....	78
<i>Chapitre II. — Surveillance des marchés</i> .....	79
Article 19 : Coopération de la Commission des opérations de bourse (C.O.B.) avec ses homologues étrangers .....	79
Article 20 : Extension des dispositions des articles 6 et 7 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 .....	81
Article 21 : Délit d'initié .....	83
<i>Chapitre III. — Surveillance des placements</i> .....	85
Article 22 : Surveillance des placements constitués de droits portant sur des biens mobiliers ou immobiliers .....	85
Article 23 : Documentation préalable à tout appel public à l'épargne et à tout démarchage .....	86
Article 24 : Rapport d'activité .....	87

	<b>Pages</b>
Article 25 : Commissariat aux comptes .....	88
Article 26 : Sanctions .....	89
Article 27 : Règles relatives aux opérations de publicité et de démarchage des fonds communs de placement ainsi qu'à la surveillance des informations diffusées sur ces fonds .....	90
Article 28 : Définition des valeurs mobilières .....	92
Article 29 : Codification .....	93
Article 30 : Remplacement des termes « compartiment spécial du hors cote » par les termes « second marché » .....	94
Article 31 : Décrets d'application .....	95
<b>Amendements présentés par la Commission</b> .....	<b>97</b>
<b>Annexes</b> .....	<b>99</b>

---

## MESDAMES, MESSIEURS,

Au lendemain du premier choc pétrolier de 1974, les entreprises françaises ont vu leur situation financière se dégrader fortement ; elles ont alors connu des difficultés importantes résultant d'une croissance rapide de leur endettement.

Afin d'enrayer cette évolution pernicieuse, mais aussi de renforcer notre compétitivité, le gouvernement Barre a fait adopter par le Parlement, en 1978, une loi tendant à mieux orienter l'épargne nationale vers le financement en fonds propres des entreprises, que celles-ci soient grandes, moyennes ou petites. A cet effet, il a été décidé de consentir des réductions d'impôt en faveur des épargnants, qui augmenteraient leur portefeuille d'actions françaises, de créer de nouveaux instruments de financement mieux adaptés aux besoins des firmes et parallèlement de réduire les avantages fiscaux dont bénéficiaient alors certains placements qui ne correspondaient plus à des priorités pour notre économie.

Le second renchérissement de l'énergie intervenu en 1979 a aggravé la situation économique et financière de notre pays et a rendu plus aigus les besoins en fonds propres et en ressources à long terme des entreprises. Pour permettre à celles-ci de s'adapter à la nouvelle donne internationale, il est proposé, dans le projet de loi soumis à notre examen, d'orienter vers elles une part plus importante de l'épargne nationale et d'attirer les épargnants vers de nouvelles formes de placement.

C'est dire que, contrairement aux analyses de commentateurs partisans, ce texte constitue sous plusieurs aspects un prolongement utile et opportun de la réforme entreprise en 1978 en vue d'encourager l'épargne et l'investissement. Tout comme les dispositions préparées à l'époque, celles présentées aujourd'hui revêtent un double aspect :

- juridique dans ce projet de loi ;
- fiscal dans celui de loi de finances pour 1983.

Elles forment néanmoins un ensemble ; on ne saurait, par pur artifice, établir dans ce domaine une distinction entre l'approche juridique et l'approche économique.

Il apparaît, en revanche, que le présent texte est axé sur le financement d'une économie mixte. Une double raison à cela : l'élargissement du secteur public résultant de la mise en œuvre des nationalisations, l'aggra-

vation du déficit public, imputable à une politique de largesses inconsidérées dont le financement ne peut plus être assuré par les seules ressources budgétaires ; le Gouvernement est dès lors conduit à proposer sur le marché financier de nouveaux produits dont il nous appartient de juger la qualité.

Aussi, avant de procéder à l'examen des différents articles de ce projet, il apparaît utile de rappeler les principales caractéristiques de l'épargne en France, de souligner les conditions de sa mise au service de l'investissement et d'étudier, puis d'apprécier l'ensemble des mesures qui nous sont proposées.

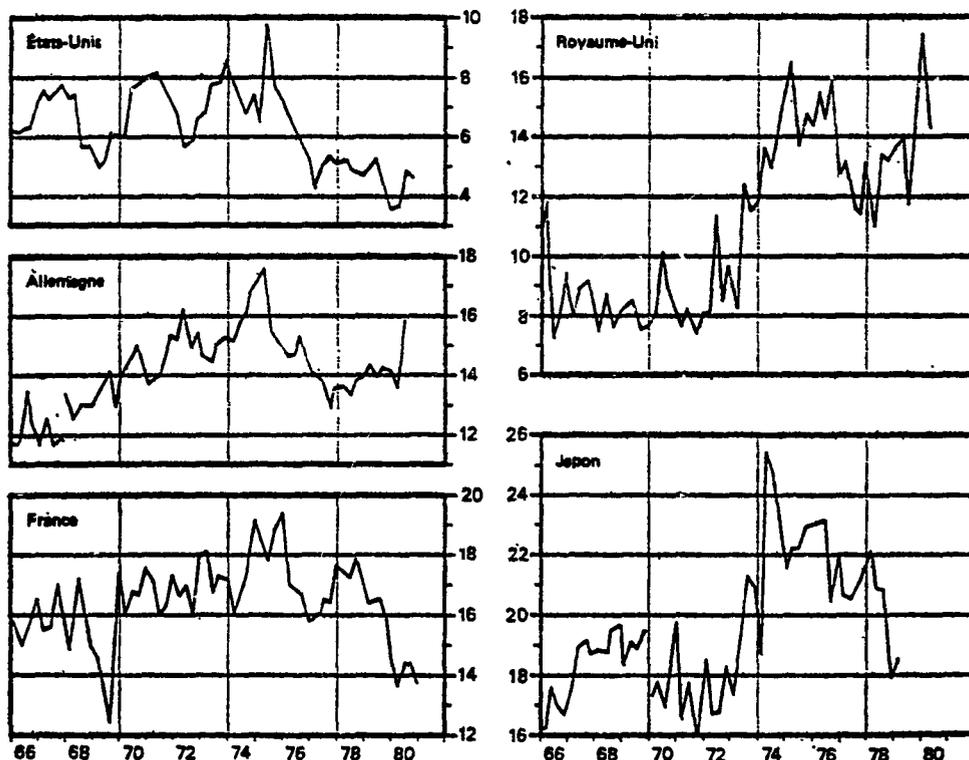
## CHAPITRE PREMIER

### LA BAISSÉ PRÉOCCUPANTE DU TAUX D'ÉPARGNE DES MÉNAGES

Le taux d'épargne des ménages qui avait tendance à croître et avait atteint un sommet en 1975 (18,6 %), connaît depuis plusieurs années une nette diminution : il est tombé, en effet, à 14,8 % en 1981 et passerait à 14,5 % en 1982. Certes, cette évolution n'est pas propre à notre pays : les graphiques ci-après montrent que la tendance à la réduction est observée tant aux États-Unis et au Japon que chez nos principaux partenaires européens.

#### L'ÉVOLUTION DU TAUX D'ÉPARGNE DANS QUELQUES PAYS ENTRE 1973 ET 1980

Taux d'épargne des ménages (1).



(1) Chiffres trimestriels, corrigés des variations saisonnières, non comparables en niveau entre les pays.

Source : O.C.D.E. (Perspectives économiques de décembre 1980), sauf pour la France.

## A. — LES CAUSES DE LA RÉDUCTION DE L'ÉPARGNE

Ainsi que l'a souligné le rapport Dautresme sur le développement et la protection de l'épargne, la diminution du taux d'épargne des ménages en France est imputable à certaines fluctuations conjoncturelles ayant d'ailleurs des effets contrastés, comme l'inflation, la montée du chômage, l'influence de la fiscalité et en même temps peut s'expliquer par des phénomènes plus profonds comme la stagnation du revenu réel, une moindre pression démographique ou l'apparition de modes de vie nouveaux.

### 1<sup>o</sup> Des fluctuations conjoncturelles.

#### a) *Un élément ambigu : l'inflation.*

On observe généralement qu'en période d'inflation, les ménages continuent à augmenter leur consommation réelle, d'où une évolution différente de l'épargne :

— elle fléchit quand il y a fuite devant la monnaie : alors on craint que les prix ne soient demain plus élevés qu'aujourd'hui;

— elle gonfle lorsque les ménages, soucieux d'éviter de voir la valeur réelle de leurs stocks d'actifs financiers baisser, consacrent une part plus grande de leur revenu à reconstituer en quelque sorte leur encaisse ou pratiquent une épargne de précaution : il s'agit alors pour eux de répondre à l'incertitude sur le niveau de leur revenu et à l'idée que l'on ne sait pas de quoi demain sera fait.

Quel élément d'appréciation l'emporte ? Il semble que, globalement, c'est l'effet d'encaisse réelle ou l'épargne de précaution qui serait plus motivant : l'épargne aurait donc une tendance à augmenter en période d'inflation, mais une telle proposition doit être fortement nuancée.

#### b) *Le double effet du chômage.*

Le chômage exerce un double effet sur le revenu des ménages : soit il diminue les ressources, et par conséquent déprécie le taux d'épargne, soit il rend l'avenir incertain et incite à constituer des encaisses de précaution.

En fait, il convient d'aller plus avant dans l'analyse et de distinguer, au sein de la population active, deux grandes catégories, à savoir les personnes soit abritées, soit exposées au chômage.

Dans cette optique, la diminution de l'épargne, au cours des dernières années, s'expliquerait par un maintien ou une faible réduction de l'épargne des ménages abrités intervenant concomitamment avec une désépargne sensible des ménages exposés.

c) *La variable fiscale.*

Dans la répartition consommation/épargne, l'alourdissement du poids de la fiscalité directe tend à faire baisser le niveau de l'épargne ; en cas d'allègement de cette fiscalité, l'effet serait neutre. En revanche, une augmentation de la fiscalité indirecte se traduirait, à revenu égal, par un fléchissement de l'épargne.

2° Des mouvements à plus long terme.

a) *La dévaluation du revenu réel.*

Le ralentissement de la croissance du revenu depuis la fin des années 1970 contrastant avec celle observée antérieurement conduit à réduire de manière sensible le taux d'épargne.

b) *L'évolution démographique.*

Quand la pression démographique décroît, comme c'est le cas, à l'heure actuelle, la demande de logements neufs par les ménages se réduit, ce qui n'est pas sans conséquences sur leur épargne ; comme les habitudes d'épargne acquises en remboursant un emprunt pendant une quinzaine d'années persistent en général au-delà de la période de remboursement, moins il y a d'acquisitions immobilières avec prêts, moins le taux d'épargne est élevé.

c) *L'évolution des modes de vie.*

La jouissance immédiate des biens, l'affirmation de l'autonomie conduiraient, selon certaines sociologues, à la diffusion d'une attitude anti-accumulatrice : l'épargne revêtirait de plus en plus l'aspect d'une dépense différée.

## B. — L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'ÉPARGNE DES MÉNAGES

Pour cerner l'évolution récente de l'épargne, il convient au préalable d'examiner l'évolution du revenu disponible des ménages.

### 1° Les revenus d'activité.

Depuis 1978, la croissance de l'ensemble des revenus d'activité est stabilisée en pouvoir d'achat ainsi qu'il apparaît dans le tableau ci-après :

**ÉVOLUTION DU POUVOIR D'ACHAT  
DU REVENU DES MÉNAGES ET DE LA CONSOMMATION  
(1977-1983)**

(Taux de croissance en pourcentage.)

	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
Ensemble des revenus d'activité ....	2,7	3,2	0,5	0,7	0,2	»	»
Prestations sociales réelles .....	6,3	8,7	4,7	2,0	4,5	6,5	4,3
Impôts sur le revenu et le patrimoine	4,8	3,6	2,5	7,8	1,0	7,1	6,6
Revenu disponible brut .....	3,3	5,2	1,5	- 0,3	2,1	1,7	0,9
Consommation marchande en volume	3,1	4,7	3,3	1,5	1,7	2,1	1,6

Source : Ministère de l'Économie et des Finances.

Selon les rédacteurs du rapport économique et financier annexé au projet de loi de finances pour 1983, l'excédent brut d'exploitation des entrepreneurs individuels connaîtrait un rattrapage de la baisse enregistrée en 1980-1981 ; toutefois, le reste de l'excédent brut d'exploitation des ménages (essentiellement dû à l'activité du logement) serait relativement moindre en raison de la modération des loyers. Enfin, la masse des salaires fléchirait du fait qu'à la stabilisation du pouvoir d'achat du salaire brut s'ajouterait l'effet de l'augmentation dans les comptes des cotisations sociales salariales.

Ce sont donc les transferts nets aux ménages qui assurent l'essentiel, voire l'intégralité de la croissance en pouvoir d'achat du revenu disponible des ménages depuis plusieurs années : la progression, après un rythme rapide en 1981-1982 (+ 4,5 % puis 6,5 %), s'établirait en 1983 à + 4,3 %.

Une telle prévision nous paraît par trop optimiste.

## 2° La consommation des ménages.

La décélération du pouvoir d'achat n'entraînerait pas un mouvement de même ampleur de la consommation qui s'accroîtrait en 1982 de 1,1 % et en 1983 de 1,6 %.

L'évolution en structure du revenu des ménages et le resserrement probable de la dispersion des situations individuelles conduirait à un mouvement de baisse du taux d'épargne en 1983, qui passerait à 13,8 % contre 14,5 % en 1982.

Outre le ralentissement du pouvoir d'achat et le recul des investissements en logements, la montée des prélèvements obligatoires explique cette évolution : il n'est pas inutile, à cet égard, de rappeler que ceux-ci atteignent désormais 21 % des revenus primaires des ménages contre moins de 15 % en 1974.

Il reste à savoir si la structure modifiée des taux d'intérêt ainsi que l'ensemble des mesures fiscales d'encouragement à l'épargne orienteront celle-ci vers des placements plus longs.

## CHAPITRE II

### DES PLACEMENTS LIQUIDES A L'ÉPARGNE INVESTIE DANS LES ENTREPRISES

L'économie française doit faire face à d'immenses besoins en investissements et les entreprises ne peuvent faire seules l'effort d'équipement nécessaire. Or, une des particularités du marché financier français, qui constitue en même temps un handicap, est la trop grande liquidité de l'épargne des ménages.

#### A. — UNE ÉPARGNE TRÈS LIQUIDE

##### 1<sup>o</sup> Les facteurs déterminants.

On sait que la hausse du niveau de vie dans les années 1960 et 1970 a élargi progressivement le champ de l'épargne : à l'époque, une politique de taux dynamiques a permis un ajustement au rythme de l'inflation tandis que de nouveaux produits apparaissaient sur le marché (S.I.C.A.V., assurance vie, épargne logement).

Parallèlement, la structure des prélèvements obligatoires a, semble-t-il, exercé une certaine influence : selon les données de l'O.C.D.E., ceux opérés sur les ménages (impôts + cotisations sociales) étaient alors plus faibles en France (moins de 10 % du P.I.B.) que dans les autres nations de l'O.C.D.E. ou de la C.E.E. (15 % en moyenne) alors que les prélèvements sur les entreprises, à l'inverse, atteignaient dans notre pays 16 % du P.I.B. contre 10 % en moyenne dans la C.E.E. ou l'O.C.D.E. : d'où un taux d'épargne plus élevé au niveau des ménages qu'à celui des entreprises.

Toutefois à la fin des années 1970 et au début des années 1980, le poids des charges pesant sur les ménages s'est accru tout comme celui des prélèvements opérés sur les entreprises.

## 2<sup>o</sup> Les comparaisons internationales.

Comme il est indiqué dans les tableaux ci-après, en France on observe en 1979 :

— que la part des biens réels dans le patrimoine des ménages était plus élevée qu'à l'étranger (73 % du total contre 56 % aux Etats-Unis ou en Grande-Bretagne, 63 % au Japon) ;

— que 65 % des placements des ménages s'orientaient vers les actifs corporels (contre 40 % aux Etats-Unis et en Allemagne fédérale, 50 % en Grande-Bretagne) ;

— que la part des placements monétaires liquides, au sein de l'épargne financière, était prédominante, soit près de 80 % du total (contre 63 % aux Etats-Unis et 70 % en Grande-Bretagne et en Allemagne fédérale en 1979).

### L'ÉPARGNE EN FRANCE

La composition des patrimoines des ménages (1977)	France	U.S.A.	R.F.A.	G.-B.	Japon
Actifs corporels .....	73	56	69	56	65
Actifs financiers .....	27	44	31	44	35
Total .....	100	100	100	100	100

Source : C.R.E.P.

Le placement de l'épargne (1979)	France	U.S.A.	R.F.A.	G.-B.
Actifs corporels .....	65	38	41	51
Actifs financiers .....	35	62	59	49
(dont actions) .....	(3,8)	(9,0)	(1,7)	(9,1)
Total .....	100	100	100	100

Source : C.R.E.P. et Eurostat. 1976-2.

Les placements financiers (1979)	France	U.S.A.	R.F.A.	G.-B.
Monnaie et dépôts à vue .....	21	2	5	6
Epargne à court terme .....	59	47	39	46
Epargne à long terme .....	11	18	30	15
Provisions mathématiques d'assurance et capitalisation .....	9	33	26	33
<b>Total .....</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Source : O.C.D.E.

On comprend dès lors que la place des valeurs mobilières soit demeurée faible dans notre pays : en 1981, elle représentait 7 % des patrimoines des ménages contre 13 % au Danemark, 15 % en Grande-Bretagne et 18 % aux Etats-Unis. Encore faut-il souligner qu'à cette date une amélioration sensible avait été enregistrée, due aux effets de la loi d'orientation de l'épargne sur le financement des entreprises.

### 3<sup>o</sup> Les placements à court terme.

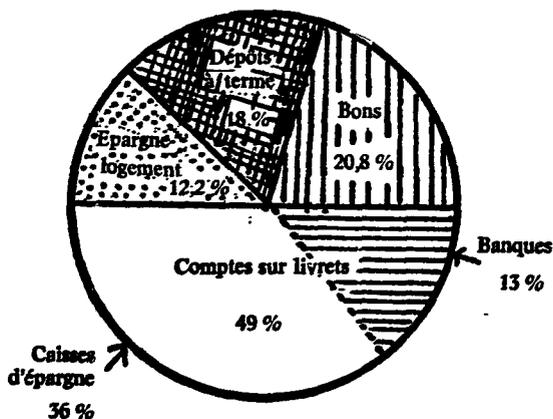
Que représente l'épargne liquide ou à court terme en France aujourd'hui ?

Sur la base des statistiques les plus récentes établies par le Conseil national du crédit (juin 1982) les placements liquides ou à court terme s'élevaient à 1.557,9 milliards de francs, se répartissant ainsi qu'il suit, par ordre des montants :

	Montant en milliards de francs	Part dans l'ensemble en pourcentage
— Les comptes sur livret .....	762,9	49
dont :		
— dans les caisses d'épargne ..	557,6	35,8
— dans les banques .....	205,3	13,2
— Les bons .....	322,9	20,8
dont :		
— ceux des banques .....	139,3	9,0
— ceux du Crédit agricole ....	77,8	5,0
— ceux émis par les groupe- ments régionaux d'épargne et de prévoyance (G.R.E.P.) ..	48,6	3,1
— ceux du Trésor .....	45,8	3,0
— ceux des P.T.T. ....	6,5	0,4
— ceux de la caisse nationale de l'emploi .....	4,9	0,3
— Les dépôts à terme .....	281,0	18,0
— L'épargne logement .....	190,6	12,2

### RÉPARTITION DES PLACEMENTS LIQUIDES

(Juin 1982.)



Face à cette masse de plus de 1.550 milliards de francs de placements liquides, il y a environ :

- 870 milliards de francs d'obligations en circulation ;
- 230 milliards de francs d'actions.

## B. — LA LOI DU 13 JUILLET 1978 ET LE FINANCEMENT DES ENTREPRISES

Des différentes enquêtes effectuées en France entre 1970 et 1975, il ressort qu'il existait alors un million de ménages actionnaires directs, nombre qui avait diminué au cours des années suivantes, en raison de la baisse enregistrée alors par la bourse des valeurs.

Les statistiques fiscales disponibles indiquent, en 1976, que le nombre des foyers fiscaux actionnaires directs est proche du million et celui des foyers actionnaires indirects, c'est-à-dire détenteurs de parts du S.I.C.A.V., voisin du demi-million. Les avantages fiscaux offerts par la loi du 13 juillet 1978 ont augmenté nettement ces effectifs et permis d'accroître les sommes investies dans les entreprises.

### 1<sup>o</sup> L'augmentation du nombre des actionnaires.

Sur les deux premières années ayant suivi la mise en place de la loi précitée, ce sont environ 1,2 million de foyers fiscaux qui ont bénéficié de la détaxation de l'épargne investie en actions, plus de la moitié de ceux-ci, soit 700.000, étant constituée par de nouveaux actionnaires. Si aux détenteurs directs on ajoute ceux qui sont intervenus par S.I.C.A.V. interposées, ce sont 1,8 million de foyers actionnaires qui ont été intéressés par ce régime, ce qui correspond vraisemblablement à 2,3 millions de personnes physiques.

A ceux qui nient, contre toute évidence, l'influence de la loi du 13 juillet 1978 sur le nombre d'actionnaires, il convient donc de rappeler que; à la suite de sa mise en œuvre, la proportion de ceux-ci dans la population globale est passée de 1 sur 31 à 1 sur 27, soit un rapport identique à celui constaté en Grande-Bretagne, qui reste encore largement inférieur à celui observé en Allemagne fédérale (1 sur 7).

Ajoutons que le nombre d'actionnaires aurait dû encore fortement augmenter grâce aux dispositions de la loi du 24 octobre 1980 qui a institué dans la limite de 3 % du capital social, la distribution gratuite et facultative d'actions de leur entreprise aux salariés.

## 2° L'accroissement des sommes investies dans les entreprises.

Si l'on compare les montants des émissions d'actions effectuées par les sociétés, qu'elles fassent ou non appel public à l'épargne, en 1977 et 1981 (non compris les S.I.C.A.V.) on constate que ceux-ci sont passés de 11,9 milliards de francs à 23,4 milliards, soit une progression de 96,6 %, ainsi qu'il apparaît dans le tableau ci-après :

	1977	1978	1979	1980	1981
— Emissions d'actions (en milliards de francs) :					
• sociétés faisant appel public à l'épargne .....	1,1	4,4	3,0	3,2	2,7
• société ne faisant pas appel public à l'épargne .....	10,8	10,5	12,0	18,3	20,7
— Souscription de S.I.C.A.V.-valeurs diversifiées (en milliards de francs)	— 0,3	3,2	4,9	5,9	4,1
— Déductions fiscales opérées .....					
• nombre .....	»	800.000	1.100.000	1.300.000	1.300.000
• montant (en milliards de francs)	»	4,0	5,0	6,0	7,0

Pendant la période considérée, le produit des émissions d'actions a plus que doublé pour les sociétés faisant appel public à l'épargne (+ 145 %), a presque doublé pour celles ne faisant pas appel public à l'épargne (+ 91,7 %), tandis que les souscriptions en S.I.C.A.V. -valeurs diversifiées ont connu une croissance considérable de — 0,3 milliard en 1977 à 4,1 milliards en 1981. En outre, le montant des augmentations de capital en numéraire a atteint sur quatre ans (1978-1981) 88,1 milliards de francs pour l'ensemble des sociétés françaises contre 36,6 milliards pendant les quatre années précédentes.

Cette augmentation générale due à l'application de la loi du 13 juillet 1978 se reflète d'ailleurs, à partir de 1978, dans l'accroissement du nombre des bénéficiaires de la détaxation du revenu investi en actions (800.000 en 1978 et 1,3 million en 1981).

Cette reprise du marché financier est intervenue dans le même temps où les entreprises ont pu bénéficier du retour à la liberté des prix et leurs dirigeants retrouver dans leur gestion le sens effectif de leurs responsabilités, ce qui permet d'expliquer la remontée sensible, en 1979, non seulement de la capacité d'autofinancement (+ 7,3 % en francs constants contre

— 13 % en 1977) mais aussi des augmentations de capital au regard des besoins de financement (8,6 % contre 6,2 % en 1977).

Sans doute, le second choc pétrolier de 1979 a-t-il, dès 1980, considérablement affecté les entreprises françaises ; d'où le freinage enregistré dès cette époque. Il reste que la bonne tenue des cours à travers les vicissitudes récentes et malgré une conjoncture économique difficile est largement imputable à l'effet, à la fois mécanique et psychologique, du flux annuel des achats nets de valeurs françaises suscités par la loi du 13 juillet 1978.

Au demeurant, l'effet de rajeunissement de l'actionnariat français entamé par l'arrivée de couches nouvelles d'actionnaires est gros d'espoir pour l'avenir du marché des actions et pour la réconciliation des Français avec leur industrie.

Tel est, au plan quantitatif comme au plan qualitatif, le succès de la loi du 13 juillet 1978.

## CHAPITRE III

### LA DÉGRADATION SENSIBLE DES REVENUS ET DE L'INVESTISSEMENT DES ENTREPRISES

Dans la période de ralentissement économique qui s'est ouverte depuis 1980, les résultats d'exploitation des entreprises ont été affectés par la conjonction d'une augmentation forte du prix des consommations intermédiaires importées et d'une croissance sensible du coût salarial ; cette dernière est imputable, certes, à une moindre productivité mais aussi à l'évolution des charges sociales. Simultanément, la montée des charges d'intérêt a contribué à détériorer les profits.

Ce sont autant de facteurs qui permettent de comprendre la réduction de l'investissement productif, ce qui, compte tenu du vieillissement et de l'inadéquation aux besoins de nombreux équipements, apparaît particulièrement préoccupant.

#### A. — UNE SITUATION FINANCIÈRE DÉGRADÉE

##### 1<sup>o</sup> Un « creux historique » en 1981.

*Les Comptes de la nation* pour 1981 illustrent le fameux « creux historique » selon l'expression de la B.N.P.

La marge des sociétés non financières (hors les 8 grandes entreprises nationales) mesurée comme la différence entre la valeur ajoutée et le coût du travail, a représenté 24 % de la valeur ajoutée en 1981 (plus de 26 % de 1976 à 1979, et plus de 30 % de 1959 à 1972).

Si l'on déduit la fiscalité directe (hors taxe professionnelle), qui représente 4 % de la valeur ajoutée, la charge financière (7,5 % de la valeur ajoutée, contre 5,5 % en 1979) maintenant supérieure au montant des dividendes versés (4,5 % contre 6 % en 1979), *l'autofinancement ne dépasse pas 8,5 % de la valeur ajoutée* (17 % jusqu'en 1972, 11 % de 1974 à 1977, 12,5 % en 1979...). Dès lors, le taux d'autofinancement (épargne brute +

transferts en capital nets reçus/formation brute de capital fixe) est passé de : 57,4 % en 1977 à 66,5 % en 1979, à 55 % en 1980, et 52 % en 1981.

Si l'on observe maintenant les besoins d'amortissement des sociétés (y compris les grandes entreprises nationales) (1) on constate qu'ils dépassent largement les capacités d'autofinancement des sociétés : déjà réduit en 1974-1977, l'actif net des sociétés s'est reconstitué en 1978 et 1979. Mais la dégradation de 1980-1981 a été pire que la précédente : l'amputation de l'actif net a atteint près de 75 milliards de francs l'an dernier de sorte que *pour la première fois en 1981 les sociétés françaises ont été en perte, leurs bénéfices bruts (après impôts et avant amortissements) étant inférieurs aux besoins d'amortissement : en effet, le revenu disponible brut des sociétés a baissé de 12 % en francs courants, et de plus de 13 % pour les seules entreprises du secteur concurrentiel.*

Pour sa part, la Centrale des bilans de la *Banque de France* vient de publier une étude très éclairante sur le « comportement des entreprises industrielles en 1981 à travers un échantillon de 3.500 sociétés » (qui représentent un peu plus de 30 % des effectifs employés dans l'industrie).

Il en ressort principalement une forte baisse de l'autofinancement (— 4,8 %), qui ne couvre plus que 46 % des besoins de financement (50,3 % en 1980). La dégradation la plus marquée est enregistrée dans les industries de transport terrestre (recul de près de 60 % de l'autofinancement).

Par secteur, les besoins de financement sont couverts par autofinancement à concurrence de :

- 74 % dans les industries agroalimentaires (60 % en 1980) ;
- 58 % dans les industries de consommation (58,5 % en 1980) ;
- 50,6 % dans les industries d'équipement (55,3 % en 1980) ;
- 36,7 % dans les industries intermédiaires (46 % en 1980) ;
- 20,3 % dans les matériels de transport terrestre (38 % en 1980).

La S.A.F.E., filiale du groupe Paribas, dispose de certaines indications sur 1981 pour 85 sociétés cotées (2) (soit 60 % de la capitalisation boursière de Paris, marché français) : *le bénéfice par action* a baissé en moyenne de 31 %, valeurs pétrolières comprises, et de 2 % valeurs pétrolières exclues. La S.A.F.E. fait observer que si l'on retient la médiane, alors l'évolution est positive (+ 12 %). L'écart très grand par rapport à la baisse moyenne s'explique par le poids déterminant des deux entreprises pétrolières dans l'échantillon.

---

(1) Les comptes de la nation ne permettent pas d'isoler les entreprises du secteur concurrentiel.

(2) Indice Crédit du Nord-Expansion.

Si l'on retient *le bénéfice total*, la baisse moyenne est de 33 %, et de 10 pour l'échantillon hors pétrole.

Enfin, un rapide tour d'horizon entrepris en juin dernier auprès des principales professions confirme que 1981 a été une mauvaise année : c'est le cas notamment du textile, du bâtiment, de la chaussure, de l'automobile (résultats déficitaires), de la mécanique (baisse des résultats d'un tiers en francs constants), de la chimie (recul des résultats de 3 milliards de francs), du pétrole (perte de 13 milliards). Cependant, dans la construction, électrique et électronique, la situation financière a paru en 1981, moins mauvaise qu'ailleurs.

## 2° La poursuite de la dégradation en 1982.

Une enquête de l'I.N.S.E.E. sur la trésorerie des entreprises réalisée en juin dernier montre que leur situation s'est fortement dégradée au cours du premier semestre, en raison principalement du poids toujours plus lourd de l'endettement et de l'augmentation des charges d'exploitation.

A cet égard, les Comptes trimestriels de la nation sur le premier trimestre 1982 font apparaître une vive hausse des coûts salariaux horaires qui, compte tenu des progrès de productivité, correspondrait à une augmentation du coût salarial unitaire de 4,8 %.

Parallèlement, on enregistre une baisse du revenu disponible brut des entreprises du secteur concurrentiel de — 6 % en francs courants entre le quatrième trimestre 1981 et le premier trimestre 1982.

Sans doute, le blocage des prix a-t-il rendu plus difficile encore la situation. La plupart des secteurs sont touchés. Outre l'ensemble de la distribution, il s'agit d'activités gênées par la répercussion incomplète des matières premières importées (chimie, ameublement, bâtiment, industries mécaniques, électriques et électroniques), ou d'activités saisonnières (engrais, jouets, chaussure, travaux publics, hôtellerie et ameublement).

En outre, le blocage des prix conduit les entreprises à différer leurs commandes, obligeant les fournisseurs à constituer des stocks excessifs.

Si l'on ajoute à toutes ces contraintes l'allongement des délais de paiement, on comprend que les échéances à court terme constituent la préoccupation la plus aiguë des entreprises, pas toujours certaines de pouvoir assurer leurs fonds de roulement.

Au reste, les perspectives ne sont pas plus optimistes, puisque les chefs d'entreprise (industriels, détaillants, commerçants) s'attendent tous à une dégradation supplémentaire et de leur trésorerie et de leurs résultats.

## B. — LE POIDS INSUPPORTABLE DES CHARGES

Aussi, quand on considère la situation financière des entreprises françaises, force est d'observer qu'elles sont de plus en plus accablées par le poids des charges sociales et des charges financières.

### 1° La progression des charges sociales.

Dans la valeur ajoutée des entreprises, la part des cotisations sociales n'a cessé de croître : elle représentait déjà 14,4 % en 1980 mais le Gouvernement Mauroy n'a eu, semble-t-il, de cesse de les augmenter encore. C'est ainsi que ce taux porté à 14,7 % en 1982, atteindrait, selon les prévisions officielles, 15 % en 1983.

Sans doute, parallèlement, on escompte une baisse sensible du coût salarial à la suite de la politique de régulation des salaires et de désindexation qui doit être mise en œuvre après celle du blocage des revenus ; toutefois cette réduction serait moins forte en France que chez nos principaux partenaires en raison notamment du processus de diminution de la durée du travail engagé plus rapidement dans notre pays.

### 2° Le relèvement des charges financières.

Le haut niveau atteint par les taux d'intérêt et l'évolution défavorable de certaines structures de financement ont conduit à accroître la part des impôts versés dans la valeur ajoutée : pour l'ensemble des sociétés, elle s'élèverait de 8,5 % en 1980 à 10,3 % en 1982.

Le glissement ainsi observé aurait pour corollaire une baisse dans la même proportion du taux de l'épargne qui ne représenterait plus, en 1982, que 9,7 % de la valeur ajoutée contre 11,4 % en 1980, d'où une diminution des investissements.

## C. — LA BAISSÉ DE L'INVESTISSEMENT PRODUCTIF

L'évolution défavorable de l'investissement apparaît d'autant plus préoccupante qu'elle est observée dans le même temps où les besoins en équipements apparaissent considérables.

### 1<sup>o</sup> L'évolution défavorable de l'investissement.

Après une baisse en volume, en 1981, de 3,8 % de la F.B.C.F. productive des entreprises autres que les grandes entreprises nationales, on enregistrerait, en 1982, une nouvelle réduction de l'ordre de 1 %, résultant de la conjonction de forces contraires, à savoir une croissance attendue dans les services et les commerces qui s'opposerait à une baisse encore forte dans l'industrie, de l'ordre de 5 % en volume.

### 2<sup>o</sup> Des besoins en équipements considérables.

Ainsi que le soulignent les rédacteurs du rapport économique et financier annexé au projet de loi de finances pour 1983, il convient désormais de souligner :

— le vieillissement de notre capital fixe industriel compte tenu de durées de vie moyennes dans l'industrie estimées à environ treize ans pour le matériel ;

— un fléchissement du rythme des progrès de productivité, les nouveaux équipements incorporant le progrès technique étant moins nombreux en proportion du stock de capital ;

— l'obsolescence progressive qui atteint des générations importantes de matériels mis en place au début des années soixante-dix.

C'est ainsi que 40 % des investissements prévus en 1982 devraient être de modernisation.

Ajoutons que le vieillissement de notre appareil de production comporte bien évidemment de sérieux risques dans la mesure où il affecte gravement notre compétitivité : il pose donc le problème de la constitution

d'un flux de renouvellement qui, pour les raisons ci-dessus indiquées, ne pourrait être acquis à partir du seul autofinancement des entreprises.

Dans la perspective ouverte par la loi du 13 juillet 1978, il est donc opportun, au regard des difficultés rencontrées depuis 1980 et consécutives au second choc pétrolier puis à l'accroissement des charges pesant sur les entreprises, d'encourager l'épargne à répondre aux besoins en fonds propre d'origine extérieure et en ressources à long terme des entreprises. C'est, semble-t-il, l'ambition du projet de loi soumis à notre examen.

## CHAPITRE IV

### DES PROPOSITIONS NOUVELLES POUR LE DÉVELOPPEMENT DE L'ÉPARGNE

Ayant pratiqué une politique d'alourdissement des charges fiscales des agents économiques tout en ayant recours au blocage des prix et des revenus, le Gouvernement ne peut que constater, dans une conjoncture économique atone, la baisse préoccupante des taux d'épargne. Compte tenu de la nécessité de satisfaire à l'ensemble des besoins d'investissements productifs, il s'efforce d'enrayer cette réduction en proposant des moyens d'orienter l'épargne liquide vers les placements financiers.

Dans cette optique, un certain nombre de dispositions ont été soumises au Parlement, les unes de caractère fiscal, les autres de nature essentiellement juridique.

#### A. — L'ENCOURAGEMENT FISCAL A L'ÉPARGNE

Afin d'assurer un financement sain de l'activité économique par une épargne stable, il est principalement prévu, dans le projet de loi de finances pour 1983, de développer le marché des obligations, de créer un compte d'épargne en actions et de substituer un crédit d'impôt à l'avoir fiscal.

Nous présenterons ces dispositions sans porter sur elles d'appréciation.

##### 1<sup>o</sup> Le développement du marché des obligations.

Le financement équilibré de notre économie exige que l'épargne soit stabilisée plutôt que placée à court terme. Aussi, afin de développer le marché des obligations, il est proposé, à compter du 1<sup>er</sup> janvier 1983 :

— de supprimer l'impôt de bourse acquitté sur les achats d'obligations ;

— de porter à 5.000 F — au lieu de 3.000 F — l'abattement sur les revenus d'obligations prévu en matière d'impôt sur le revenu ;

— de maintenir à 25 % le taux du prélèvement libératoire sur les revenus d'obligations et parallèlement de relever celui sur les bons et titres autres que les obligations à 45 ou 50 %, suivant que le propriétaire de celles-ci communique ou non son identité.

### **2° La création du compte d'épargne en actions.**

Il est demandé également au Parlement d'approuver la création, à partir du 1<sup>er</sup> janvier 1983, d'un compte d'épargne en actions qui ouvrirait droit à une réduction d'impôt égale à 20 % de l'excédent annuel des achats de valeurs mobilières sur les cessions de mêmes valeurs, dans la limite de 10.000 F pour les personnes seules et 20.000 F pour les couples mariés.

Pour bénéficier de cette réduction d'impôt, les placements ainsi opérés devraient être affectés à l'achat d'actions françaises, étant observé que cet avantage serait définitivement acquis au bout de cinq ans.

### **3° Le crédit d'impôt.**

Le projet de loi de finances pour 1983 prévoit aussi le remplacement de l'avoir fiscal par un mécanisme de crédit d'impôt qui, semble-t-il, ne devrait pas retenir l'intérêt du Parlement.

A compter du 1<sup>er</sup> janvier 1983, les dividendes nets perçus par les personnes physiques auraient été assujettis dans les conditions normales à l'impôt sur le revenu : ces personnes physiques auraient bénéficié toutefois d'un crédit d'impôt égal à un pourcentage des dividendes nets encaissés, pourcentage qui serait d'autant plus élevé que la tranche marginale d'imposition à l'impôt sur le revenu serait faible.

## **B. — LE FINANCEMENT DES INVESTISSEMENTS ET LA PROTECTION DE L'ÉPARGNE**

Les mesures tendant à l'encouragement fiscal de l'épargne prolongent en quelque sorte celles contenues dans le présent texte qui vise à favoriser la constitution de fonds propres dans les entreprises, notamment en proposant un certain nombre de produits nouveaux et à garantir les droits des actionnaires, essentiellement par la surveillance des marchés et des placements.

### **1° Des mesures tendant à favoriser la constitution de fonds propres dans les entreprises.**

Alors que les émissions d'obligations connaissent un net essor, passant de 2 % du produit intérieur brut dans les années 1950 à 4 % dans la période récente, celles d'actions et de parts de sociétés croissent moins fortement, dans le même temps, de 0,8 % à 1 % du P.I.B.

Cette évolution reflète le recours de plus en plus important des entreprises à l'endettement plutôt qu'aux fonds propres pour financer leurs besoins : aussi, l'endettement obligataire et bancaire qui couvrait 90 % de ceux-ci dans les années 1950 en représentait 97 % à la fin de l'année 1980.

*a) Alléger les procédures en cas de constitution de sociétés et d'augmentations de capital.*

Pour contribuer à inverser l'évolution ci-dessus rappelée il est prévu, — dans les *articles premier à 5* du présent projet de loi —, de supprimer certaines formalités juridiques (déclaration notariée, bulletin de souscription) ou d'alléger certaines procédures (aménagement du droit de souscription préférentiel des actionnaires) qui, dans le cas essentiellement des augmentations de capital, ont cessé d'être des garanties indispensables.

*b) Faciliter le recours aux actions à dividende prioritaire sans droit de vote.*

Dans les *articles 6 à 11* du présent projet de loi, il est proposé de lever certains obstacles de nature juridique qui s'opposeraient à une plus grande diffusion des actions à dividende prioritaire sans droit de vote. Celles-ci, qui sont connues depuis longtemps à l'étranger et en particulier en Grande-Bretagne et aux Etats-Unis, ont été introduites en France par la loi du 13 juillet 1978.

Rappelons que ces titres donnent droit au versement prioritaire d'un premier dividende auquel s'ajoute, le cas échéant, le superdividende de l'action ordinaire : en contrepartie de ce droit de priorité dans la répartition des dividendes, le droit de vote est suspendu. Aussi l'émission de telles valeurs mobilières permet-elle à une société de se procurer des fonds propres sans que ces actionnaires initiaux en perdent le contrôle, pour autant, naturellement, qu'elle verse des dividendes régulièrement ; en effet, en cas de non-versement de dividende prioritaire, le droit de vote est rétabli.

Cependant, depuis 1978, on n'a relevé que six émissions de titres de cette nature dont une seule d'une société cotée, celle de la Société générale de fonderie.

Afin de favoriser le développement des actions à dividende prioritaire sans droit de vote, il est prévu de reconnaître la possibilité de créer celles-ci aux sociétés qui ont réalisé des bénéfices distribuables au cours des deux derniers exercices, alors que la législation actuelle exige la distribution de deux dividendes au cours des trois précédents exercices.

C'est dire que ces valeurs mobilières pourront désormais être émises par de nombreuses sociétés non déficitaires qui pratiquent, à l'égard de leurs actionnaires ordinaires, une politique de valorisation de leur capital et non de rémunération annuelle ; or, la moitié des sociétés françaises réalisent des bénéfices tandis que 6 % distribuent des dividendes.

En outre, il sera également possible de délivrer ces titres lorsqu'il existe soit des obligations convertibles en actions, soit des obligations échangeables contre des actions.

Parallèlement, les conditions de création et de conversion des actions à dividende prioritaire sans droit de vote seraient modifiées ; il en irait de même du mode de calcul du montant minimum du dividende prioritaire tandis que serait réduite la durée pendant laquelle le droit de vote est attribué, faute de versement de dividende prioritaire.

c) *Proposer de nouveaux produits.*

Quand une société distribue régulièrement des dividendes, il pourra être proposé des titres nouveaux donnant droit aux dividendes mais jamais au droit de vote : ce sont les *certificats d'investissements*. Toutefois, lorsque ce n'est pas le cas, il sera possible de procéder à l'émission de *titres participatifs*.

c1) *Les certificats d'investissements :*

Ce type de titres existe en France depuis 1957 mais dans un secteur économique particulier avec les certificats pétroliers : la Compagnie française des pétroles en a émis 3,8 millions de 1957 à 1979 et Elf-Aquitaine 1,9 million de 1957 à 1979.

L'article 12 du présent projet permet à toutes les sociétés par actions de créer des certificats d'investissements : dès lors, peuvent y recourir celles dont les actionnaires, incapables de suivre une éventuelle augmentation de capital, s'y opposeraient, de peur de perdre le contrôle qu'ils exercent. L'émission de certificats d'investissements proviendrait ainsi,

soit de la délivrance d'actions nouvelles par le biais d'une augmentation de capital, soit du démembrement d'actions existantes.

*c2) Les titres participatifs :*

Dans le cas où une politique de distribution régulière des dividendes n'est pas assurée, la société doit néanmoins être en mesure de recueillir des capitaux extérieurs, à condition d'asseoir leur rémunération sur un élément représentatif de l'activité et des résultats de l'entreprise : il lui sera alors loisible de recourir à l'émission de titres participatifs.

Créés par les *articles 13 et 14* du présent projet, ceux-ci ne seront émis toutefois que par les sociétés du secteur public et par les sociétés anonymes coopératives.

*c3) Les fonds communs de placement à risques :*

La formule des fonds communs de placement régis par la loi du 13 juillet 1978 qui permet aux épargnants de mettre en commun leurs moyens pour acquérir et gérer leur portefeuille de valeurs mobilières a connu un vif succès : au 31 décembre 1981, on comptait 522 fonds communs de placement et leur actif total s'élevait à 13,4 milliards de francs.

Pour permettre aux investisseurs qui le souhaitent de placer une fraction de leur épargne dans des sociétés petites ou moyennes, par définition non encore cotées, en leur offrant la possibilité de le faire à plusieurs, tout en bénéficiant de la gestion de spécialistes, il est proposé, dans *l'article 15* du présent projet, de créer des « fonds à risques », dont les actifs devront être constitués pour 50 % au moins d'actions ou de parts de sociétés non cotées.

**2° Des dispositions visant à garantir les droits des actionnaires.**

Diverses autres mesures sont enfin contenues dans le présent projet de loi ; elles concernent :

— à *l'article 16*, l'introduction, dans le droit français des sociétés, du vote par correspondance ;

— aux *articles 17 et 18*, l'obligation, sanctionnée pénalement, d'établir des comptes consolidés pour les sociétés dont les actions sont inscrites à la cote officielle ;

— aux *articles 19 à 21*, la surveillance des marchés : la Commission des opérations de bourse aura désormais la possibilité de coopérer avec ses homologues étrangers pour découvrir les auteurs de délits boursiers.

Parallèlement, les établissements publics et les collectivités locales devront désormais, tout comme les sociétés, publier une note d'information lors d'un appel public à l'épargne. Enfin, sont précisées les situations et les opérations prises en compte au titre du délit d'initié, commis par une personne disposant, en raison de ses fonctions, d'une information non encore publique;

— aux *articles 22 à 27*, la surveillance des placements : compte tenu d'une définition aussi large que possible de ceux-ci, l'obligation sanctionnée pénalement est faite aux promoteurs du placement d'informer les épargnants sollicités et au gestionnaire de biens d'établir des comptes vérifiés par un commissaire aux comptes et de les communiquer avec un rapport d'activité aux épargnants dont il administre les droits ainsi qu'à la Commission des opérations de bourse.

\* \* .

Telles sont les dispositions dont l'examen est soumis au Parlement et plus particulièrement celles qui sont proposées dans le présent projet de loi. Si pour la plupart, elles tendent à faciliter le financement des investissements en fixant l'épargne et à protéger l'épargnant, certaines toutefois appellent des réserves sérieuses dans la mesure où les garanties essentielles que celui-ci est en droit d'attendre ne paraissent pas assurées.

Au total, les simplifications, suppressions et allègements préconisés notamment en cas d'augmentations de capital recueillent notre adhésion; il en est de même du développement des actions à dividende prioritaire sans droit de vote : en effet, les mesures ainsi proposées tendent à accroître les fonds propres des entreprises à partir du marché financier.

En revanche, nous ne saurions souscrire à des opérations qui sont susceptibles d'attirer également vers l'investissement mais qui pourraient être effectuées au détriment de l'intérêt des épargnants. Or, paradoxalement, le présent texte qui contient des dispositions devant assurer la protection de ces derniers comporte également la création de produits nouveaux qui paraissent peu sûrs : tels sont les certificats d'investissements et les titres participatifs.

S'agissant des premiers, la possibilité accordée à toutes les sociétés françaises de les créer n'était pas sans intérêt dans la mesure où de grands actionnaires permanents de sociétés privées auraient ainsi le moyen d'améliorer des situations financières sans courir le risque d'une dilution des votes et des résultats. Cependant, l'inaliénabilité des certificats de droit de vote décidée par l'Assemblée nationale a, en définitive, pour effet de réserver l'émission de ces titres au seul Etat actionnaire. On voit mal, dès lors, en quoi les nouveaux certificats d'investissements proposés auraient plus de séduction que ceux émis précédemment par les deux sociétés pétrolières d'économie mixte.

Quant aux titres participatifs qui, certes, concernent plus particulièrement le secteur public nationalisé, offerts sur un marché étroit, ils présentent l'inconvénient de ne pas être, sauf exceptions expresses, remboursables : l'épargnant n'est dès lors pas suffisamment protégé.

Au reste, n'est-ce pas une manière, par trop habile pour ne pas être dénoncée, choisie par le Gouvernement pour tenter de camoufler les pertes des entreprises nationalisées sans que cela se traduise au niveau de leur capital.

Ajoutons que l'expérience de la Bourse de Paris montre qu'un trop grand nombre de produits à revenu variable, apparentés à l'action, avec ou sans droit de vote, encombraient avant 1939 et sans aucun profit pour l'économie nationale, le marché financier : il a fallu plus de dix ans, à la Libération, pour « nettoyer » la cote de centaines de ces sous-produits et pour ne plus autoriser la cotation que des seules actions ordinaires et des obligations. Il est pour le moins curieux de voir aujourd'hui s'accomplir une démarche exactement inverse.

Nous refuserons ces produits nouveaux que constituent les certificats d'investissements et les titres participatifs également pour le motif qu'il n'est pas admissible que l'Etat, par le recours à ces outils, puisse constituer des disponibilités en capital pour les sociétés qu'il a nationalisées à 100 % ; après avoir en quelque sorte spolié les actionnaires de ces entreprises, il les inviterait à lui confier leur épargne et ceci sans droit de vote!

De même, nous demanderons le rejet de l'article relatif aux fonds communs de placement à risques. Dans cette dernière création, apparaît toute l'incohérence de la démarche gouvernementale : certes il n'existe pas d'entreprise dynamique sans risque et il faut inciter l'épargnant à s'associer au chef d'entreprise dans une réalisation d'autant plus exaltante qu'elle est au début surtout plus difficile à gérer. Mais comment peut-on logiquement vouloir inciter l'épargne à se placer dans des entreprises jeunes et, dans le même temps, souligner, à l'attention du public, qu'il y a là des risques certains, c'est-à-dire mettre tout en œuvre pour effaroucher l'épargnant ?

En outre, assimiler plus ou moins ouvertement les petites et moyennes entreprises à des entreprises « à risques », n'est-ce pas porter, de manière délibérée et combien injuste, une appréciation défavorable sur des sociétés qui, non seulement constituent le tissu même de notre économie, mais encore sont les plus susceptibles de créer de l'emploi. Et puis, il n'est pas sain de considérer l'épargnant comme un joueur, le marché financier comme un casino et la gestion d'une P.M.E. comme une sorte de poker.

C'est l'occasion de souligner une vérité d'évidence qui n'est pas, semble-t-il, reconnue comme telle par le Gouvernement : l'épargne ne peut s'investir dans une entreprise que dans la mesure où celle-ci gagne de l'argent, fait des profits et, par conséquent, donne confiance à l'épargnant parce qu'elle-même a confiance dans son destin. C'est dire que sans confiance, rien dans ce domaine de l'investissement productif comme dans beaucoup d'autres, n'est possible.

Or, il n'est pas cohérent de matraquer les entreprises, d'alourdir abusivement leurs charges, de les priver de la liberté des prix, de bloquer leurs possibilités de faire des bénéfices et de distribuer des dividendes, et dans le même temps, de les encourager à investir. Il n'est pas cohérent de proposer à l'épargnant une protection plus grande et de nouveaux produits de placement quand, parallèlement, la fiscalité directe est accrue, les revenus bloqués. Il n'est pas cohérent de faire comme si la confiance était installée alors que le budget de l'Etat, en deux ans, se sera accru de près de 40 % sans que les dépenses de fonctionnement soient profondément remises en cause alors que les crédits d'équipement porteurs d'avenir votés sont, pour une large part, annulés.

Certes, le présent projet de loi traduit une démarche complètement contraire à tout ce que le Gouvernement a entrepris jusqu'ici en matière de politique économique, monétaire et budgétaire : il est juste de lui en donner acte. Parce qu'il contient des mesures utiles qui ne remettent pas en cause les dispositions de la loi du 13 juillet 1978, et sont dans le prolongement de celles-ci, il doit retenir notre attention ; cependant, pour être acceptable, il ne saurait comporter les dispositions concernant les certificats d'investissements, les titres participatifs, les fonds de placement à risques, qui ne permettent pas d'assurer une protection suffisamment efficace des intérêts des épargnants.

## **EXAMEN DES ARTICLES**

### **TITRE PREMIER**

### **LE FINANCEMENT DES INVESTISSEMENTS DES ENTREPRISES**

#### **CHAPITRE PREMIER**

#### **SIMPLIFICATION DES RÈGLES RELATIVES A LA CONSTITU- TION DES SOCIÉTÉS ANONYMES ET AUX AUGMEN- TATIONS DE CAPITAL**

*Article premier.*

**Constitution de sociétés anonymes. — Suppression de l'obligation de déclaration notariée de souscriptions et de versements.**

Texte en vigueur	Texte du projet de loi	Texte adopté par l'Assemblée nationale et proposé par votre Commission
<p>Loi n° 66-537 du 24 juillet 1966.</p>	<p>I. — L'article 78 de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales est remplacé par les dispositions suivantes :</p>	<p>I. — L'article 78 de... ...24 juillet 1966 <i>modifiée</i> sur...</p>
<p><i>Art. 78.</i> — Les souscriptions et les versements sont constatés par une déclaration des fondateurs dans un acte notarié. Sur présentation des bulletins de souscription et, le cas échéant, d'un certificat du dépositaire constatant le versement des fonds, le notaire affirme, dans l'acte qu'il dresse, que le montant des versements déclarés par les fondateurs est conforme à celui des sommes déposées dans son étude ou figurant au certificat précité.</p>	<p>« Les souscriptions et les versements sont constatés par un certificat du dépositaire établi, au moment du dépôt des fonds, sur présentation des bulletins de souscription. »</p>	<p>suites : « <i>Art. 78.</i> — Les souscriptions...</p>
<p><i>Art. 79.</i> — Après la déclaration de souscriptions et de versements, les fondateurs convoquent les souscripteurs en assemblée générale constitutive dans les formes et délais prévus par décret.</p>	<p>II. — L'article 79, premier alinéa, de la loi précitée est remplacé par les dispositions suivantes :</p>	<p>II. — <i>Le premier alinéa de l'article 79</i> de la loi précitée est...</p>
<p>Cette assemblée constate que le capital est entièrement souscrit et que les actions sont libérées du montant exigible. Elle se prononce sur l'adoption des statuts qui ne peuvent être modifiés qu'à l'unanimité de tous les souscripteurs, nomme les premiers administrateurs ou membres du conseil de surveillance, désigne un ou plusieurs commissaires aux comptes. Le procès-verbal de la séance de l'assemblée constate, s'il y a lieu, l'acceptation de leurs fonctions par les administrateurs ou membres du conseil de surveillance et par les commissaires aux comptes.</p>	<p>« Après la délivrance du certificat du dépositaire, les fondateurs convoquent les souscripteurs en assemblée générale constitutive dans les formes et délais prévus par décret. »</p>	<p>décret. »</p>
<p><i>Art. 85.</i> — Les versements sont constatés par une déclaration d'un ou plusieurs actionnaires, dans un acte notarié. Sur présentation de la liste des actionnaires, mentionnant les sommes versées par chacun d'eux, le notaire procède comme il est dit à l'article 78.</p>	<p>III. — L'article 85 de la loi précitée est remplacé par les dispositions suivantes :</p>	<p>III. — L'article 85... ...suivantes :</p>
<p><i>Art. 87.</i> — Les statuts sont signés par les actionnaires, soit en personne, soit par</p>	<p>« Les versements sont constatés par un certificat du dépositaire établi, au moment du dépôt des fonds, sur présentation de la liste des actionnaires mentionnant les sommes versées par chacun d'eux. »</p>	<p>« <i>Art. 85.</i> — Les versements... ... d'eux. »</p>
	<p>IV. — L'article 87 de la loi précitée est remplacé par les dispositions suivantes :</p>	<p>IV. — L'article 87 de... ... suivantes :</p>

Texte en vigueur

mandataire justifiant d'un pouvoir spécial, après la déclaration notariée de versements et après la mise à la disposition des actionnaires dans les conditions et délais déterminés par décret, du rapport prévu à l'article précédent.

Art. 433. — Seront punis d'un emprisonnement d'un an à cinq ans et d'une amende de 2.000 F à 60.000 F ou de l'une de ces deux peines seulement :

1° (L. n° 69-12 du 6 janv. 1969.) « Ceux qui, sciemment, dans la déclaration notariée constatant les souscriptions et les versements, auront affirmé sincères et véritables des souscriptions qu'ils savaient fictives ou auront déclaré que des fonds qui n'ont pas été mis définitivement à la disposition de la société ont été effectivement versés, ou auront remis au notaire une liste des actionnaires mentionnant des souscriptions fictives ou le versement de fonds qui n'ont pas été mis définitivement à la disposition de la société » ;

2° Ceux qui, sciemment, par simulation de souscriptions ou de versements, ou par publication de souscriptions ou de versements qui n'existent pas ou de tous autres faits faux, auront obtenu ou tenté d'obtenir des souscriptions ou des versements ;

3° Ceux qui, sciemment, pour provoquer des souscriptions ou des versements, auront publié les noms de personnes désignées contrairement à la vérité comme étant ou devant être attachées à la société à un titre quelconque ;

4° Ceux qui, frauduleusement, auront fait attribuer à un apport en nature une évaluation supérieure à sa valeur réelle.

Texte du projet de loi

« Les statuts sont signés par les actionnaires, soit en personne, soit par mandataire justifiant d'un pouvoir spécial, après l'établissement du certificat du dépositaire et après mise à disposition des actionnaires dans les conditions et délais déterminés par décret du rapport prévu à l'article précédent. »

V. — L'article 433-1° de la loi précitée est remplacé par les dispositions suivantes :

« Ceux qui, sciemment, pour l'établissement du certificat du dépositaire constatant les souscriptions et les versements auront affirmé sincères et véritables des souscriptions qu'ils savaient fictives ou auront déclaré que les fonds qui n'ont pas été mis définitivement à la disposition de la société ont été effectivement versés, ou auront remis au dépositaire une liste des actionnaires mentionnant des souscriptions fictives ou le versement de fonds qui n'ont pas été mis définitivement à la disposition de la société. »

Texte adopté par l'Assemblée nationale et proposé par votre Commission

« Art. 87. — Les statuts...

précédent. »

V. — Le 1° de l'article 433 de la loi précitée est remplacé...  
... suivantes :

« 1° Ceux...

... société. »

**Commentaires.** — L'article premier supprime la déclaration notariée de souscriptions et de versements lors de la constitution des sociétés anonymes. Dans la législation actuelle, l'intervention du notaire est obligatoire : il authentifie dans un acte le montant des souscriptions et versements constaté par certificat du dépositaire entre les mains duquel ils ont été versés. Cette authentification est une formalité superflue dans la mesure où le notaire vérifie la conformité du montant du versement déclaré par les fondateurs avec

le montant écrit sur le certificat du dépositaire. Ce dernier document suffira désormais, tant en ce qui concerne la constitution d'une société sans appel public à l'épargne (I et II), que par appel public à l'épargne (III et IV).

Il y a un léger affaiblissement des garanties mais subsiste :

1° L'obligation de dépôt des fonds soit à la Caisse des dépôts et consignations, soit dans une banque, soit — et c'est le cas le plus fréquent — chez un notaire qui continuera ainsi à jouer son rôle de conseil.

2° Dans le cas d'appels publics à l'épargne, le bulletin de souscription qui constate le contrat.

3° La vérification de la régularité de la constitution de la société par le greffe du tribunal de commerce au moment de son inscription au registre du commerce.

Un débat s'est engagé en commission auquel ont participé notamment MM. Blin et Fosset. M. Blin a estimé que les professions juridiques et notamment les notaires jouaient un rôle irremplaçable dans les opérations de constitution de sociétés, et qu'au demeurant toute réduction de la place des professions libérales dans notre société n'était pas souhaitable. M. Fosset a indiqué que l'intervention du notaire est une garantie et que la pratique lui avait prouvé qu'elle n'était pas superflue.

La commission des Finances vous propose l'adoption de cet article.

Article 2.

**Augmentation de capital. — Suppression des obligations de déclaration notariée de versements et souscriptions et de dépôt de la liste des souscripteurs.**

Texte en vigueur

Loi n° 66-537 du 24 juillet 1966.

*Art. 191.* — Les actions souscrites en numéraire sont obligatoirement libérées lors de la souscription, d'un quart au moins de leur valeur nominale et, le cas échéant, de la totalité de la prime d'émission. La libération du surplus doit intervenir, en une ou plusieurs fois, dans le délai de cinq ans à compter du jour où l'augmentation du capital est devenue définitive.

Les dispositions de l'article 77, alinéa 1<sup>er</sup>, sont applicables. Le retrait des fonds provenant des souscriptions en numéraire peut être effectué par un mandataire de la société, après la déclaration notariée constatant la souscription et les versements et à l'expiration d'un délai de trois jours francs à compter de leur dépôt.

Si l'augmentation de capital n'est pas réalisée dans le délai de six mois à compter de l'ouverture de la souscription, il peut être fait application des dispositions de l'article 83, alinéa 2.

*Art. 192.* — Les souscriptions, les versements et les libérations d'actions par compensation avec des créances liquides et exigibles sur la société sont constatés par une déclaration notariée émanant, suivant le cas, soit du conseil d'administration ou de son mandataire, soit du directoire ou de son mandataire.

*Art. 452-1.* — Les dispositions des articles 433 à 436 relatives à la constitution des sociétés anonymes sont applicables en cas d'augmentation de capital.

Texte du projet de loi

I. — L'article 191, deuxième alinéa, de la loi du 24 juillet 1966 est remplacé par les dispositions suivantes :

« Les dispositions de l'alinéa premier de l'article 77, à l'exception de celles relatives à la liste des souscripteurs, sont applicables. Le retrait des fonds provenant des souscriptions en numéraire peut être effectué par un mandataire de la société après l'établissement du certificat du dépositaire. »

II. — L'article 192 de la loi précitée est remplacé par les dispositions suivantes :

« Les souscriptions et les versements sont constatés par un certificat du dépositaire établi au moment du dépôt des fonds sur présentation, le cas échéant, des bulletins de souscription.

« Les libérations d'actions par compensation de créances liquides et exigibles sur la société sont constatées par une déclaration notariée émanant, suivant le cas, soit du conseil d'administration ou de son mandataire, soit du directoire ou de son mandataire. »

III. — L'article 452-1 de la loi précitée est remplacé par les dispositions suivantes :

« Les dispositions des articles 433 à 436 relatives à la constitution des sociétés anonymes sont applicables en cas d'augmenta-

Texte adopté par l'Assemblée nationale et proposé par votre Commission

I. — *Le deuxième alinéa de l'article 191, de la loi...* ... 1966 précitée est...

... dépositaire. »

II. — L'article 192...  
... suivantes :

« Art. 192. — Les souscriptions...

... souscription.

Alinéa supprimé.

III. — Supprimé.

Texte en vigueur

Texte du projet de loi

Texte adopté par l'Assemblée nationale  
et proposé par votre Commission

tion de capital. En outre, seront punies des peines prévues à l'article 433 ceux qui, sciemment, auront fait de fausses affirmations dans la déclaration notariée prévue à l'article 192.»

**Commentaires.** — Alors que l'article premier simplifiait la procédure de constitution des sociétés, l'article 2 apporte des simplifications aux augmentations de capital. Les I et II remplacent la déclaration notariée par un certificat du dépositaire et suppriment l'obligation d'établir la liste des souscripteurs. Le projet de loi, dans sa rédaction initiale, maintenait la déclaration notariée si la libération des actions se faisait par compensation de créances liquides et exigibles sur la société, compte tenu de la nécessaire intervention du commissaire aux comptes qui permet de certifier la liquidité et l'exigibilité de la créance. L'Assemblée nationale a accepté les amendements de sa commission des Finances supprimant la déclaration dans ce cas également.

L'article 2 supprime également l'obligation de dépôt de la liste des souscripteurs. Cette liste, qui mentionne le nom, le domicile de chaque souscripteur et les sommes versées, doit être communiquée à tout souscripteur qui en fait la demande. Elle a pour but de justifier formellement du détail des souscriptions et de manifester tout aussi formellement « *l'affectio societatis* ».

Les souscripteurs à une augmentation de capital n'attachent, en règle générale, que peu d'importance à l'identité de leurs cosouscripteurs et l'établissement de la liste constitue une charge inutile qui peut être très lourde lorsqu'une augmentation de capital recueille des milliers de souscriptions.

La commission des Finances vous propose l'adoption de cet article.

Article 3.

**Augmentation de capital. — Suppression de l'exigence du bulletin de souscription en cas d'intervention d'un intermédiaire financier.**

Texte du projet de loi	Texte en vigueur	Texte adopté par l'Assemblée nationale et proposé par votre Commission
Loi n° 66-537 du 24 juillet 1966.		
<p>Art. 190. — Le contrat de souscription est constaté par un bulletin de souscription, établi dans les conditions déterminées par décret.</p>	<p>I. — L'article 190 de la loi du 24 juillet 1966 est complété par un nouvel alinéa ainsi rédigé :</p> <p>« Toutefois, le bulletin de souscription n'est pas exigé des établissements de crédit et des agents de change qui reçoivent mandat d'effectuer une souscription, à charge pour ces mandataires de justifier de leur mandat. »</p>	<p>I. — L'article 190 de la loi du 24 juillet 1966 précitée est... ... rédigé :</p> <p>Alinéa conforme.</p>
<p>Art. 196-1. — En cas d'émission d'obligations convertibles en actions à tout moment, la conversion peut être demandée pendant un délai dont le point de départ ne peut être postérieur ni à la date de la première échéance de remboursement ni au cinquième anniversaire du début de l'émission et qui expire trois mois après la date à laquelle l'obligation est appelée à remboursement. Toutefois, en cas d'augmentation de capital ou de fusion, le conseil d'administration ou le directoire, selon le cas, peut suspendre l'exercice du droit d'obtenir la conversion pendant un délai qui ne peut excéder trois mois.</p>		
<p>Les actions remises aux obligations ont droit aux dividendes versés au titre de l'exercice au cours duquel la conversion a été demandée.</p>		
<p>Lorsque, en raison de l'une ou de plusieurs des opérations visées aux articles 196 et 197, l'obligataire qui demande la conversion de ses titres a droit à un nombre de titres comportant une fraction formant rompu, cette fraction fait l'objet d'un versement en espèces dans les conditions fixées par décret.</p>		
<p>L'augmentation de capital rendue nécessaire par la conversion ne donne pas lieu aux formalités prévues aux articles 189, 191 alinéa 2, et 192. Elle est définitivement réalisée du seul fait de la demande de conversion accompagnée du bulletin de souscription et, le cas échéant, des versements auxquels donne lieu la souscription d'ac-</p>	<p>II. — Le quatrième alinéa de l'article 196-1 de la loi précitée est remplacé par les dispositions suivantes :</p> <p>« L'augmentation du capital rendue nécessaire par la conversion ne donne pas lieu aux formalités prévues aux articles 189, 191, alinéa 2, et 192. Elle est défi-</p>	<p>II. — Alinéa sans modification.</p> <p>« L'augmentation... ... 189, 191, deuxième alinéa, et 192...</p>

Texte en vigueur

Texte du projet de loi

Texte adopté par l'Assemblée nationale  
et proposé par notre Commission

tions de numéraire dans le cas visé à l'article 196.

Dans le mois qui suit la clôture de chaque exercice, le conseil d'administration ou le directoire, selon le cas, constate, s'il y a lieu, le nombre et le montant nominal des actions émises par conversion d'obligations au cours de l'exercice écoulé et apporte les modifications nécessaires aux clauses des statuts relatives au montant du capital social et au nombre des actions qui le représentent. Il peut également, à toute époque, procéder à cette constatation pour l'exercice en cours et apporter aux statuts les modifications corrélatives.

Si la société procède à une opération, autre que celles prévues à l'article 196, comportant un droit de souscription réservé aux actionnaires, elle en informe les obligataires par un avis publié dans les conditions fixées par décret pour leur permettre, s'ils désirent participer à l'opération, de procéder à la conversion de leurs titres dans le délai fixé par ledit avis.

nitivement réalisée du seul fait de la demande de conversion accompagnée sauf application de l'article 190, alinéa 2, du bulletin de souscription et, le cas échéant, des versements auxquels donne lieu la souscription d'actions de numéraire dans le cas visé à l'article 196.»

... article 190, deuxième ali-  
néa,...

... 196.»

**Commentaires.** — L'article 3 (I) supprime le bulletin de souscription lorsque les établissements de crédit ou les agents de change souscrivent pour le compte de leurs clients. Ces bulletins, dont l'objet est de matérialiser le contrat, sont longs à établir et à centraliser. Au demeurant, ils n'exonèrent pas ces intermédiaires financiers d'un ordre de banque écrit de la part du souscripteur pour pouvoir traiter l'opération. Cet ordre doit suffire par lui-même en pratique pour établir la volonté du souscripteur.

Le paragraphe II supprime également le bulletin de souscription pour les conversions d'obligations effectuées par l'intermédiaire d'une banque ou d'un agent de change. *A contrario*, le bulletin continue d'être exigé lorsque l'opération de souscription ne passe pas par un intermédiaire financier. C'est le cas lorsque la société recueille elle-même les souscriptions.

La commission des Finances vous propose l'adoption de cet article.

#### Article 4.

### Augmentation de capital. — Mise en œuvre de certains effets juridiques de la « prise ferme » en cas de garantie de bonne fin de l'opération.

#### Texte du projet de loi

Il est ajouté, après l'article 191 de la loi du 24 juillet 1966, un article 191-1 ainsi rédigé :

« Art. 191-1. — L'augmentation de capital est réputée réalisée lorsqu'un ou plusieurs établissements de crédit l'ont garantie de manière irrévocable. Les garants de l'opération doivent, le cas échéant, permettre aux actionnaires d'exercer leur droit préférentiel de souscription pendant un délai qui ne peut être inférieur à trente jours à compter de l'ouverture de la souscription. Le versement du quart du nominal et de la totalité de la prime d'émission doit intervenir dans les trente jours qui suivent la clôture du délai de souscription. »

#### Texte adopté par l'Assemblée nationale et proposé par votre Commission

Il est ajouté...  
... du 24 juillet 1966 précitée, un article...  
... rédigé :

« Art. 191-1. — ...

...de crédit agréés à cet effet dans des conditions prévues par décret ont garanti de manière irrévocable sa bonne fin. Le versement de la fraction libérée de la valeur nominale et de la totalité de la prime d'émission doit intervenir au plus tard le trentième jour qui suit la clôture du délai de souscription. »

**Commentaires.** — La « prise ferme » est en fait une garantie de bonne fin de l'opération de l'augmentation de capital que consentent les banques moyennant une commission, en s'engageant à souscrire les titres qui n'auraient pas trouvé preneur à l'issue de la période de souscription.

Le présent article stipule que l'augmentation de capital est réputée réalisée lorsqu'un ou plusieurs établissements de crédit l'ont garantie de manière irrévocable. Jusqu'à présent, la réalisation juridique n'était acquise que longtemps après et retardait d'autres opérations juridiques et financières qui normalement l'accompagnaient.

L'Assemblée nationale a supprimé une disposition du projet de loi qui tendait à permettre aux actionnaires d'exercer un droit préférentiel de souscription pendant un délai qui ne pouvait être inférieur à trente jours. Un autre amendement introduit une nouvelle disposition qui tend à réserver le bénéfice de la procédure à des établissements de crédit agréés dans des conditions qui seront prévues par décret. Ces modifications sont restrictives par rapport à la rédaction initiale du Gouvernement.

Néanmoins la commission des Finances vous propose l'adoption de cet article.

Article 5.

Augmentation de capital. — Aménagement du droit de souscription préférentiel des actionnaires.

Texte en vigueur	Texte du projet de loi	Texte adopté par l'Assemblée nationale	Texte proposé par votre Commission
<p>Loi n° 66-537 du 24 juillet 1966</p>	<p>I. — L'article 184 de la loi du 24 juillet 1966 est remplacé par les dispositions suivantes :</p>	<p>I. — L'article 184... ... 1966 précitée est... suites :</p>	<p>I. — L'article 184... suites :</p>
<p>Art. 184. — Si certains actionnaires n'ont pas souscrit les actions auxquelles ils avaient droit, à titre irréductible, les actions ainsi rendues disponibles sont attribuées aux actionnaires qui auront souscrit à titre réductible un nombre d'actions supérieur à celui qu'ils pouvaient souscrire à titre préférentiel, proportionnellement aux droits de souscription dont ils disposent et, en tout état de cause, dans la limite de leurs demandes.</p>	<p>« Sauf si l'assemblée générale en a décidé autrement, la souscription des actions non souscrites à titre irréductible est ouverte au public. Les souscriptions sont, le cas échéant, réduites proportionnellement aux demandes.</p>	<p>« Art. 184. — Dans la mesure où elles représentent moins de 3 % de l'augmentation de capital, les actions non souscrites à titre irréductible sont réparties par le conseil d'administration ou le directoire selon le cas, dans les conditions prévues à l'article 185. Dans le cas contraire, la souscription est ouverte au public.</p>	<p>« Art. 184. — Dans la mesure... moins de 1 %...</p>
<p>« Si la souscription des actions devenues disponibles n'est pas ouverte au public, ces actions sont attribuées aux actionnaires qui auront souscrit à titre réductible un nombre d'actions supérieur à celui qu'ils pouvaient souscrire à titre préférentiel proportionnellement aux droits de souscription dont ils disposent et, en tout état de cause, dans la limite de leurs demandes. »</p>	<p>« Si la souscription des actions devenues disponibles n'est pas ouverte au public, ces actions sont attribuées aux actionnaires qui auront souscrit à titre réductible un nombre d'actions supérieur à celui qu'ils pouvaient souscrire à titre préférentiel proportionnellement aux droits de souscription dont ils disposent et, en tout état de cause, dans la limite de leurs demandes. »</p>	<p>« Si l'assemblée générale l'a décidé expressément les actions non souscrites à titre irréductible sont attribuées aux actionnaires...  ... de leurs demandes. »</p>	<p>public. Alinéa conforme.</p>
<p>Art. 185. — Si les souscriptions à titre préférentiel et les attributions faites en vertu de souscriptions à titre réductible n'ont pas absorbé la totalité de l'augmentation du capital, le solde est réparti par le conseil d'administration ou le directoire, selon le cas, si l'assemblée générale extraordinaire n'en a pas décidé autrement. Compte tenu de cette répartition, le</p>	<p>II. — L'article 185 de la loi précitée est remplacé par les dispositions suivantes :</p>	<p>II. — L'article 185... ... suites :</p>	<p>II. — Conforme.</p>
<p>« Si les souscriptions, à quelque titre que ce soit, n'ont pas absorbé la totalité de l'augmentation de capital, le solde est réparti par le conseil d'administration ou le directoire, selon le cas, si l'assemblée générale extraordinaire n'en a pas décidé</p>	<p>« Art. 185. — Si... ... »</p>	<p>« Art. 185. — Si... ... »</p>	

Texte en vigueur

conseil d'administration ou le directoire, selon le cas, peut de plus décider de limiter l'augmentation de capital au moment des souscriptions sous la double condition que celui-ci atteigne les trois quarts au moins de l'augmentation décidée et que cette faculté ait été prévue expressément lors de l'émission. A défaut l'augmentation de capital n'est pas réalisée.

Art. 186. — L'assemblée générale qui décide l'augmentation du capital peut supprimer le droit préférentiel de souscription. Elle statue à cet effet, et à peine de nullité de la délibération, sur le rapport du conseil d'administration ou du directoire, selon le cas, et sur celui des commissaires aux comptes. Les indications que doivent contenir ces rapports sont déterminées par décret.

Les attributaires éventuels des actions nouvelles ne peuvent, à peine de nullité de la délibération, prendre part au vote supprimant en leur faveur le droit préférentiel de souscription. Le quorum et la majorité requis pour cette décision sont calculés après déduction des actions possédées par lesdits attributaires. La procédure prévue à l'article 193 n'a pas à être suivie.

Texte du projet de loi

autrement. Compte tenu de cette répartition le conseil d'administration ou le directoire, selon le cas, peut de plus décider de limiter l'augmentation de capital au montant des souscriptions sous la double condition que celui-ci atteigne les trois quarts au moins de l'augmentation décidée et que cette faculté ait été prévue expressément lors de l'émission. A défaut, l'augmentation de capital n'est pas réalisée.»

III. — L'article 186 de la loi précitée est remplacé par les dispositions suivantes :

« L'assemblée générale qui décide l'augmentation de capital peut en faveur d'une ou plusieurs personnes supprimer le droit préférentiel de souscription. Les bénéficiaires de cette disposition ne peuvent, à peine de nullité de la délibération, prendre part au vote. Le quorum et la majorité requis pour cette décision sont calculés après déduction des actions possédées par ces personnes. La procédure prévue à l'article 193 n'a pas à être suivie.

« L'assemblée générale peut également supprimer le droit préférentiel de souscription sans indication de nom. Dans ce cas, cette suppression ne peut porter que sur la moitié du montant de l'augmentation du capital.

« Dans les deux cas, l'assemblée statue à peine de nullité sur le rapport du conseil d'administration ou du directoire et sur celui des commissaires aux comptes.

Texte adopté  
par l'Assemblée nationale

réalisée.»

III. — L'article 186...

... suivantes :

« Art. 186. — L'assemblée...

... suivie.

« En cas d'appel public à l'épargne, l'assemblée générale peut également supprimer le droit préférentiel de souscription sans indication du nom des bénéficiaires. Cette suppression peut s'étendre à la moitié de l'augmentation de capital lorsque l'autorisation est donnée pour trois ans. Elle peut porter sur la totalité lorsque l'augmentation doit être réalisée dans le délai d'un an.

« Dans les deux cas...

Texte proposé  
par votre Commission

III. — Conforme.

Texte en vigueur	Texte du projet de loi	Texte adopté par l'Assemblée nationale	Texte proposé par votre Commission
	<p>Les indications que doivent contenir ces rapports sont déterminées par décret. L'augmentation de capital doit être réalisée dans le délai de cinq ans prévu à l'article 181. »</p>	<p>... décret. »</p>	

**Commentaires.** — Le droit de souscription préférentiel des actionnaires est aménagé de façon à rendre possible pour les sociétés qui souhaitent profiter des opportunités du marché financier la réalisation d'augmentations de capital très rapides. Le droit préférentiel de souscription a été institué par un décret-loi du 8 août 1935. La directive européenne du 13 décembre 1976 consacre son existence au plan du droit européen. Aussi, le projet qui nous est soumis le maintient-il, mais comme à regret, et lui enlève une partie de sa portée. Il supprime, sauf décision expresse de l'assemblée générale, le droit de souscription à titre réductible, qui, dans la législation actuelle, est exercé par l'actionnaire proportionnellement au droit de souscription dont il dispose et, en tout état de cause, dans la limite de sa demande après avoir exercé son droit préférentiel à titre irréductible, de souscrire les nouvelles actions en proportion exacte des anciennes actions qu'il possède.

Dans l'hypothèse où il existe un reliquat de moins de 3 % du montant de l'augmentation de capital non souscrit à titre réductible, ce reliquat est réparti par le conseil d'administration ou le directoire. Dans le cas contraire (plus de 3 %) il y a ouverture de la souscription au public (I). Si, après cette répartition du solde, il existe encore un reliquat, la solution actuelle prévue par l'article 185 s'applique (II).

Dans le paragraphe III de cet article, il est prévu la possibilité de renonciation au droit préférentiel de souscription dans le cas où ce droit ne comporte pas d'indication de nom et où il y a appel public à l'épargne ; mais en la limitant à la moitié de l'augmentation de capital lorsque la renonciation est valable trois ans. Si la renonciation vaut pour un an, elle peut porter sur la totalité de l'augmentation de capital. Cette disposition était déjà prévue par un texte réglementaire, le décret du 12 février 1973. Cet ensemble de dispositions est inspiré par le souci de répondre aux critiques que suscite le droit préférentiel :

— il prive souvent la société d'une partie des fonds qu'elle aurait pu recueillir puisque la différence entre le prix d'émission et la valeur du titre est versée aux actionnaires (le prix des actions

nouvelles n'inclut pas la prime d'émission qui tient compte du montant des réserves) ;

— l'appel public à l'épargne est rendu difficile par l'obtention préalable de la renonciation au droit préférentiel de souscription longue et coûteuse ;

— le droit préférentiel à titre réductible est inutilement compliqué au regard de la fraction de capital sur laquelle il porte qui est en moyenne inférieure à 1 %.

Ces arguments critiques ne sont pas sans valeur. Le projet de loi présente, en l'état actuel, néanmoins un inconvénient : celui que les dirigeants puissent procéder à la répartition lorsque les actions à répartir ne sont plus en nombre négligeable. A cet égard, le chiffre de 3 % des actions non souscrites à titre réductible qui est un minimum au-delà duquel il y a offre ou publication est excessif. La pratique ayant dégagé un chiffre de 1 % que la commission des Finances de l'Assemblée nationale avait trouvé suffisant, il convient de revenir à ce pourcentage.

C'est pourquoi la Commission vous propose l'adoption de cet article sous réserve de l'amendement qui reprend cette disposition.

CHAPITRE PREMIER *BIS* (NOUVEAU)  
ÉMISSION D' ACTIONS A TITRE DE DIVIDENDES

*Article 5 bis (nouveau).*

Texte adopté par l'Assemblée nationale

I. — *Les dispositions suivantes sont insérées après l'article 350 de la loi du 24 juillet 1966 précitée :*

« Art. 351. — *Dans les sociétés dont les actions sont inscrites à la cote officielle ou à la cote du second marché, l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires, sur le rapport du conseil d'administration ou du directoire, selon le cas, et sur le rapport spécial des commissaires aux comptes, peut décider, pour une période qui ne peut être supérieure à cinq exercices, que chaque actionnaire aura le choix entre le paiement du dividende en numéraire et l'attribution d'actions nouvelles.*

« Art. 352. — *La valeur des actions distribuées dans les conditions prévues à l'article précédent ne peut être inférieure à la moyenne des cours cotés aux vingt séances de bourse précédant le jour de la décision de mise en circulation.*

« *Lorsque le montant des dividendes auquel il a droit est inférieur à la valeur ainsi déterminée ou ne correspond pas à un nombre entier d'actions, l'actionnaire doit, dans un délai d'un mois, régler la différence en numéraire.*

« Art. 353. — *L'augmentation de capital résultant de la rémunération en actions nouvelles ne donne pas lieu aux formalités prévues aux articles 189, 191, deuxième alinéa, et 192. Elle est définitivement réalisée du seul fait de l'attribution des actions nouvelles et, le cas échéant, du règlement en numéraire prévu au dernier alinéa de l'article précédent.*

« *Dans les deux mois qui suivent la clôture de chaque exercice, le conseil d'administration ou le directoire constate, s'il y a lieu, le nombre des actions nou-*

Texte proposé par votre Commission

Alinéa conforme.

Alinéa conforme.

Alinéa conforme.

Alinéa conforme.

Alinéa conforme.

« *Au plus tard dans les deux mois qui suivent...*

Texte adopté par l'Assemblée nationale

Texte proposé par votre Commission

*velles émises dans les conditions prévues à l'article 351 et apporte les modifications nécessaires aux clauses des statuts relatives au montant du capital social et au nombre des actions qui le représentent. »*

...représentent. »

II. — *Au premier alinéa de l'article 347 de la loi précitée, après les mots : « sous forme de dividende », sont insérés les mots : « ou, dans les conditions prévues aux articles 351 à 353, d'actions nouvelles ».*

Alinéa conforme.

III. — *Le dernier alinéa de l'article 449 de la loi précitée est remplacé par les dispositions suivantes :*

Alinéa conforme.

*« Les dispositions du présent article ne sont applicables ni aux actions qui ont été régulièrement émises par conversion d'obligations convertibles à tout moment, ni aux actions émises dans les conditions prévues aux articles 351 à 353. »*

Alinéa conforme.

**Commentaires.** — Cet article résulte d'une proposition de M. Marette que le Rapporteur général de l'Assemblée nationale a prise à son propre compte. Il répond au souhait de voir créer une catégorie d'actions qui permettrait de percevoir les dividendes sous forme d'actions nouvelles.

*Le paragraphe I* qui introduit dans la loi du 24 juillet 1966 les articles 351 à 353 définit les conditions d'émission d'actions à titre de dividendes. L'article 351 dispose que le choix entre le paiement de dividendes en numéraire peut être offert aux actionnaires par leur assemblée générale extraordinaire, pour une période qui ne peut dépasser cinq ans ; cette décision ne vaut que pour les sociétés cotées. L'article 352 définit le mode d'évaluation des actions distribuées à titre de dividendes. Il prévoit en outre l'hypothèse où le montant du dividende et la valeur de la ou des actions distribuables ne coïncideraient pas exactement. L'article 353 fixe les règles particulières applicables à l'augmentation de capital résultant de ce mode de rémunération. Il s'inspire, à cette fin, des dispositions de l'article 208-2 de la loi du 24 juillet 1966 relative aux options de souscription ou d'achat d'actions.

*Le paragraphe II* modifie l'article 347 de la loi du 24 juillet 1966 pour préciser que la part attribuée aux associés peut prendre, outre la forme de dividendes, celle d'actions nouvelles attribuées dans les conditions prévues aux articles 351 à 353.

*Le paragraphe III* (qui modifie l'article 449, dernier alinéa, de la loi du 24 juillet 1966) écarte l'application des dispositions pénales qui s'appliquent lorsque la distribution matérielle d'actions se fait avant que l'augmentation de capital ne soit réalisée sur le plan juridique.

Comme l'indique lui-même le Rapporteur à l'Assemblée nationale, ce dispositif qui vise à renforcer les fonds propres des entreprises en les libérant de l'alternative réinvestissement ou distribution de bénéfices est tout à fait expérimental en France. L'exemple d'une société qui outre-Atlantique pratique ce système (*cf.* annexe 1) est encourageant.

Après avoir entendu une intervention de M. Fosset qui a estimé que la majorité qualifiée de l'assemblée générale extraordinaire constituait une garantie suffisante, la Commission vous propose l'adoption de cet article sous réserve d'un amendement permettant à l'entreprise de disposer des fonds dans les deux mois suivant la clôture de l'exercice au plus tard.

## CHAPITRE II

### ACTIONS A DIVIDENDE PRIORITAIRE SANS DROIT DE VOTE

**Commentaires.** — Ces types d'actions ont été introduites dans la législation française par le titre III de la loi du 13 juillet 1978, afin de permettre l'augmentation des fonds propres des entreprises sans risquer la perte de contrôle de leur société par leurs dirigeants à l'occasion de l'émission d'actions nouvelles.

La formule présente l'avantage pour les souscripteurs de garantir un rendement minimum de l'investissement en échange de la perte d'un droit de vote en fait peu exercé.

L'extrême prudence de la formule retenue par la loi du 13 juillet 1978, s'agissant d'une innovation du droit des sociétés, a entraîné une pratique restrictive.

Les obstacles au développement de la formule sont les suivants :

a) La création d'actions à dividende prioritaire n'est permise qu'aux sociétés ayant distribué au moins deux dividendes au cours des trois derniers exercices. Cette disposition avait été introduite dans la loi de 1978 afin d'éviter la souscription d'actions à dividende prioritaire hypothétiques. Mais elle écarte les entreprises qui ne pratiquent pas de distribution et incorporent les bénéfices et, *a fortiori*, elle écarte les entreprises nouvellement créées.

b) Sont exclues les sociétés qui ont émis des obligations convertibles. Ainsi, dans le dispositif de la loi du 13 juillet 1978, était assurée la protection des porteurs d'obligations convertibles contre une modification de la répartition des bénéfices sur laquelle ils n'avaient pas été consultés mais qui influait sur la valeur de leurs titres. Or, un tiers des sociétés cotées environ ont émis des obligations convertibles.

c) Les actions à dividende prioritaire ne sont pas amortissables. Le rachat est possible mais il réduit ainsi à due concurrence les fonds propres des entreprises. L'absence de convertibilité des actions sans droit de vote en actions ordinaires prive leurs porteurs d'occasions de réaliser des plus-values. En effet, le porteur ne peut pas, par exemple, bénéficier du prix d'offre, très généralement supérieur aux cours de bourse, dans les offres publiques d'achat.

d) Le mode de calcul du dividende prioritaire est dissuasif. Alors que le dividende des actions ordinaires se compose du divi-

dende statutaire calculé en pourcentage du nominal et d'un superdividende éventuel, le dividende prioritaire se compose d'un dividende de 5 % de la valeur de souscription de l'action et du superdividende s'il existe. Ce mode de calcul des dividendes est dissuasif pour les sociétés dont les titres ont des cours de bourse très supérieurs au nominal.

e) La sanction du non-paiement des dividendes prioritaires est excessive. Le non-paiement du dividende prioritaire minimum est cumulatif. Lorsque les dividendes n'ont pas été intégralement versés au cours de trois exercices, les titulaires d'actions à dividendes prioritaires acquièrent le droit de vote. Le droit de vote retrouvé subsiste pendant les trois exercices suivant le règlement général du dividende prioritaire et des compléments éventuels dus au titre d'exercices antérieurs. Ce mécanisme qui visait à protéger les actionnaires à dividendes prioritaires contre une politique de distribution restrictive à leur égard et sur laquelle ils n'ont aucune prise, n'ayant pas droit de vote, est excessivement contraignant pour l'entreprise dans la mesure où il fait peser sur elles une contrainte juridique trois ans après que sa dette a été éteinte.

Ces cinq verrous avaient été volontairement introduits dans le but de protéger l'épargnant. Mais ils ont empêché une plus large diffusion de la formule. Aussi les six articles composant le chapitre II lèvent-ils ces difficultés.

**Article 6.**

**Extension de la possibilité de création des actions à dividende prioritaire au regard de la condition relative aux bénéfiques.**

Texte en vigueur

Texte du projet de loi

Texte adopté par l'Assemblée nationale et proposé par votre Commission

Loi n° 66-537 du 24 juillet 1966

Art. 177-1 (L. n° 78-741 du 13 juillet 1978). — Sous réserve des dispositions des articles 195 et 206, les statuts peuvent prévoir la création d'actions à dividende prioritaire sans droit de vote dans les assemblées générales des actionnaires ; elles sont régies par les articles 269-1 à 269-9.

La création d'actions à dividende prioritaire sans droit de vote n'est permise qu'aux sociétés qui ont distribué au moins deux dividendes au cours des trois derniers exercices.

Le deuxième alinéa de l'article 177-1 de la loi du 24 juillet 1966 est remplacé par les dispositions suivantes :

« La création d'actions à dividende prioritaire sans droit de vote n'est permise qu'aux sociétés qui ont distribué au moins des deux derniers exercices des bénéfices distribuables au sens du premier alinéa de l'article 346. »

Le deuxième...

... 1966 précitée est...  
... suivantes :

Alinéa conforme.

**Commentaires.** — L'article 6 propose que la création d'actions à dividende prioritaire soit ouverte aux sociétés qui ont réalisé des bénéfiques distribuables au cours des deux derniers exercices. Le bénéfice distribuable est le bénéfice net de l'exercice diminué des pertes antérieures ainsi que des sommes à porter en réserve en application de la loi ou des statuts et augmenté du report bénéficiaire.

La Commission vous propose l'adoption de cet article.

*Article 7.*

**Possibilité de créer des actions à dividende prioritaire sans droit de vote lorsqu'il existe des obligations convertibles en actions.**

**Texte en vigueur**

Loi n° 66-537 du 24 juillet 1966

*Art. 195 (L. n° 69-12 du 6 janvier 1969).*  
— L'assemblée générale extraordinaire, sur le rapport du conseil d'administration ou du directoire, selon le cas, et sur le rapport spécial des commissaires aux comptes relatif aux bases de conversion proposées, autorise l'émission d'obligations convertibles en actions auxquelles les dispositions de la section III du chapitre V sont applicables. Cette possibilité d'émission ne s'étend pas aux entreprises nationalisées ni aux sociétés d'économie mixte dont l'Etat détient plus de la moitié du capital social, lorsque sa participation a été prise en vertu d'une loi particulière. Sauf dérogation décidée conformément à l'article 186, le droit de souscrire à des obligations convertibles appartient aux actionnaires dans les conditions prévues pour la souscription des actions nouvelles.

L'autorisation comporte, au profit des obligataires, renonciation expresse des actionnaires à leur droit préférentiel de souscription aux actions qui seront émises par conversion des obligations.

La conversion ne peut avoir lieu qu'au gré des porteurs et seulement dans les conditions et sur les bases de conversion fixées par le contrat d'émission de ces obligations. Ce contrat indique soit que la conversion aura lieu pendant une ou des périodes d'option déterminées, soit qu'elle aura lieu à tout moment.

Le prix d'émission des obligations convertibles ne peut être inférieur à la valeur nominale des actions que les obligataires recevront en cas d'option pour la conversion.

A dater du vote de l'assemblée et tant qu'il existe des obligations convertibles en actions, il est interdit à la société d'amortir son capital ou de le réduire par voie de remboursement et de modifier la répartition des bénéfices.

**Texte du projet de loi**

Les dispositions suivantes sont ajoutées au cinquième alinéa de l'article 195 de la loi du 24 juillet 1966 :

**Texte adopté par l'Assemblée nationale et proposé par votre Commission**

*Le cinquième alinéa de l'article 195 de la loi du 24 juillet 1966 précitée est complété par les dispositions suivantes :*

Texte en vigueur

Texte du projet de loi

Texte adopté par l'Assemblée nationale  
et proposé par votre Commission

—

—

—

« Toutefois, la société peut créer des actions à dividende prioritaire sans droit de vote en ouvrant au profit des obligataires, quelles que soient les stipulations du contrat d'émission, une période de conversion de leurs titres en actions de cette catégorie. »

« Toutefois...

... vote à la condition de réserver les droits des obligataires dans les conditions prévues à l'article 196. »

En cas de réduction du capital motivée par des pertes, par diminution, soit du montant nominal des actions, soit du nombre de celles-ci, les droits des obligataires optant pour la conversion de leurs titres seront réduits en conséquence, comme si lesdits obligataires avaient été actionnaires dès la date d'émission des obligations.

**Commentaires.** — Cet article crée la possibilité pour une société de créer des actions à dividende prioritaire sans droit de vote et ouvre au profit des obligataires, quelles que soient les stipulations du contrat d'émission, une période de conversion de leurs titres en actions de cette catégorie.

La Commission vous propose l'adoption de cet article.

**Article 8.**

**Possibilité de créer des actions à dividende prioritaire sans droit de vote lorsqu'il existe des obligations échangeables contre des actions.**

**Texte en vigueur**

Loi n° 66-537 du 24 juillet 1966

*Art. 206 (L. n° 69-12 du 6 janvier 1969).*  
— A dater du vote de l'assemblée prévu à l'article 201, alinéa premier, il est interdit à la société, jusqu'à ce que toutes les obligations émises soient échangées ou remboursées, d'amortir son capital ou de le réduire par voie de remboursement et de modifier la répartition des bénéfices.

En cas de distribution de réserves en titres, par la société, au cours de la même période, les titres attribués du chef des actions nécessaires à l'échange sont soumis aux dispositions de l'article 205, alinéas 1 et 2.

Les titres doivent être remis aux obligataires, en cas d'échange à concurrence du nombre de titres correspondant aux actions auxquelles ils ont droit. Les rompus éventuels font l'objet d'un versement en espèces calculé d'après la valeur des titres à la date de l'échange. Les dividendes et intérêts échus entre la date de la distribution et la date de l'échange restent acquis aux personnes qui se sont obligées à assurer l'échange.

En cas de distribution de réserves en espèces, par la société, au cours de la période prévue à l'alinéa premier ci-dessus, les obligataires ont droit, lors de l'échange de leurs titres, à une somme égale à celle qu'ils auraient perçue s'ils avaient été actionnaires au moment de la distribution.

**Texte du projet de loi**

Les dispositions suivantes sont ajoutées au premier alinéa de l'article 206 de la loi du 24 juillet 1966 :

« Toutefois, la société peut créer des actions à dividende prioritaire sans droit de vote. »

**Texte adopté par l'Assemblée nationale et proposé par votre Commission**

*Le premier alinéa de l'article 206 de la loi du 24 juillet 1966 précitée est complété par les dispositions suivantes :*

Alinéa conforme.

**Commentaires.** — A la différence de l'article 7 relatif à la situation dans laquelle existe des obligations convertibles, l'article 8 n'a pas à prévoir l'ouverture d'un droit de conversion puisqu'il s'agit, cette fois, d'obligations échangeables contre des actions qui, par définition, existent déjà.

Cet article propose donc de rendre possible la création d'actions à dividende prioritaire sans droit de vote lorsqu'il existe des obligations échangeables contre des actions.

La Commission vous propose l'adoption de cet article.

Article 9.

**Modalités de création et de conversion des actions  
à dividende prioritaire sans droit de vote.**

Texte en vigueur

Texte du projet de loi

Texte adopté par l'Assemblée nationale  
et proposé par votre Commission

Loi n° 66-537 du 24 juillet 1966.

*Art. 269-1 (L. n° 78-741 du 13 juillet 1978).* — Les actions à dividende prioritaire sans droit de vote ne peuvent représenter plus du quart du montant du capital social. Leur valeur nominale est égale à celle des actions ordinaires ou, le cas échéant, des actions ordinaires de l'une des catégories précédemment émises par la société.

Les titulaires d'actions à dividende prioritaire sans droit de vote bénéficient des droits reconnus aux autres actionnaires à l'exception du droit de participer et de voter, du chef de ces actions, aux assemblées générales des actionnaires de la société.

L'article 269-1 de la loi du 24 juillet 1966 est remplacé par les dispositions suivantes :

« Art. 269-1. — Les actions à dividende prioritaire sans droit de vote peuvent être créées par augmentation de capital ou par conversion d'actions ordinaires déjà émises. Elles peuvent être converties en actions ordinaires.

« Les actions à dividende prioritaire sans droit de vote ne peuvent représenter plus du quart du montant du capital social. Leur valeur nominale est égale à celle des actions ordinaires ou, le cas échéant, des actions ordinaires de l'une des catégories précédemment émises par la société.

« Les titulaires d'actions à dividende prioritaire sans droit de vote bénéficient des droits reconnus aux autres actionnaires à l'exception du droit de participer et de voter, du chef de ces actions, aux assemblées générales des actionnaires de la société.

« En cas de création d'actions à dividende prioritaire sans droit de vote par conversion d'actions ordinaires déjà émises ou en cas de conversion d'actions à dividende prioritaire sans droit de vote en actions ordinaires, l'assemblée générale extraordinaire détermine le montant maximal d'actions à convertir et fixe les conditions de conversion sur rapport spécial du commissaire aux comptes. Sa décision n'est définitive qu'après approbation par l'assemblée spéciale des titulaires d'actions à dividende prioritaire sans droit de vote et par l'assemblée des titulaires d'obligations convertibles ou échangeables contre les actions.

« L'offre de conversion est faite en même temps et dans une proportion égale de leur part de capital à tous les action-

L'article 269-1  
1966 précitée est...  
suivantes :

Alinéa conforme.

Alinéa conforme.

Alinéa conforme.

Alinéa conforme.

Alinéa conforme.

Texte en vigueur

Texte du projet de loi

Texte adopté par l'Assemblée nationale  
et proposé par votre Commission

naires, à l'exception des personnes désignées à l'article 269-6. La conversion est subordonnée à l'accord individuel des actionnaires dans un délai fixé par l'assemblée générale extraordinaire.»

**Commentaires.** — Le premier alinéa autorise la création d'actions à dividende prioritaire par conversion d'actions ordinaires déjà émises. Le quatrième alinéa prévoit que c'est l'assemblée générale extraordinaire, avec par conséquent une possibilité de blocage du tiers, qui détermine le montant maximal d'actions à convertir et qui fixe les conditions de conversion sur rapport spécial du commissaire aux comptes. La décision de l'assemblée générale extraordinaire n'est rendue définitivement qu'après approbation des titulaires d'actions à dividende prioritaire sans droit de vote réunis en assemblée spéciale ainsi qu'après confirmation par l'assemblée des titulaires d'actions convertibles ou échangeables contre les actions.

Le cinquième alinéa prévoit que l'offre de conversion doit être faite à tous les actionnaires en même temps et dans une proportion égale à leur part de capital.

La Commission vous propose l'adoption de cet article.

Article 10.

Modification du mode de calcul  
du montant minimum du dividende prioritaire.

Texte en vigueur

Loi n° 66-537 du 24 juillet 1966.

Art. 269-2 (L. n° 78-741 du 13 juillet 1978). — Les actions à dividende prioritaire sans droit de vote donnent droit à un dividende prioritaire prélevé sur le bénéfice distribuable de l'exercice avant toute autre affectation. S'il apparaît que le dividende prioritaire ne peut être intégralement versé en raison de l'insuffisance du bénéfice distribuable, celui-ci doit être réparti à due concurrence entre les titulaires d'actions à dividende prioritaire sans droit de vote. Le droit au paiement du dividende prioritaire qui n'a pas été intégralement versé en raison de l'insuffisance du bénéfice distribuable est reporté sur l'exercice suivant et, s'il y a lieu, sur les deux exercices ultérieurs ou, si les statuts le prévoient, sur les exercices ultérieurs. Ce droit s'exerce prioritairement par rapport au paiement du dividende prioritaire dû au titre de l'exercice.

Le dividende prioritaire ne peut être inférieur ni au premier dividende ni à un montant égal à 5 % du montant libéré de la fraction du capital représentée par les actions à dividende prioritaire sans droit de vote, augmentée, le cas échéant, de la prime d'émission versée par les souscripteurs desdites actions. Les actions à dividende prioritaire sans droit de vote ne peuvent donner droit au premier dividende.

Après prélèvement du dividende prioritaire ainsi que du premier dividende, si les statuts en prévoient, ou d'un dividende de 5 % au profit de toutes les actions ordinaires calculé dans les conditions sans droit de vote ont, proportionnellement à leur montant nominal, les mêmes droits que les actions ordinaires.

Dans le cas où les actions ordinaires sont divisées en catégories ouvrant des droits inégaux au premier dividende, le montant du premier dividende prévu au second alinéa du présent article s'entend du premier dividende le plus élevé.

Texte du projet de loi

Le deuxième alinéa de l'article 269-2 de la loi du 24 juillet 1966 est remplacé par les dispositions suivantes :

« Le dividende prioritaire ne peut être inférieur ni au premier dividende visé à l'article 349, ni à un montant égal à 7,5 % du montant libéré du capital représenté par les actions à dividende prioritaire sans droit de vote. Ces actions ne peuvent donner droit au premier dividende. »

Texte adopté par l'Assemblée nationale  
et proposé par votre Commission

Le deuxième...  
... 1966 précitée est...  
... suivantes :

Alinéa conforme.

**Commentaires.** — L'article 10 prévoit que l'assiette du dividende prioritaire est la valeur nominale des titres. Il porte également le taux de 5 à 7,5 % afin de compenser la diminution de l'assiette.

La Commission vous propose l'adoption de cet article.

Article 11.

**Réduction de la durée pendant laquelle le droit de vote est attribué  
faute temporairement de versement du dividende prioritaire.**

Texte en vigueur	Texte du projet de loi	Texte adopté par l'Assemblée nationale et proposé par votre Commission
Loi n° 66-537 du 24 juillet 1966.	Le deuxième alinéa de l'article 269-3 de la loi du 24 juillet 1966 est remplacé par les dispositions suivantes :	Le deuxième... ... 1966 <i>précitée</i> est... ... suivantes :
<i>Art. 269-3 (L. n° 78-741 du 13 juillet 1978).</i> — Lorsque les dividendes prioritaires dus au titre de trois exercices n'ont pas été intégralement versés, les titulaires des actions correspondantes acquièrent, proportionnellement à la quotité du capital représentée par ces actions, un droit de vote égal à celui des autres actionnaires.	« Le droit de vote prévu à l'alinéa précédent subsiste jusqu'à l'expiration de l'exercice au cours duquel le dividende prioritaire aura été intégralement versé, y compris le dividende dû au titre des exercices antérieurs. »	Alinéa conforme.
Le droit de vote prévu à l'alinéa précédent subsiste jusqu'à l'expiration d'une période de trois exercices consécutifs au cours desquels le dividende prioritaire aura été intégralement versé, y compris, s'il y a lieu, le dividende prioritaire dû au titre des exercices antérieurs à cette période.		

**Commentaires.** — L'article 11 maintient le droit de vote seulement jusqu'à la fin de l'exercice au cours duquel l'extinction complète de la dette est intervenue.

La Commission vous propose l'adoption de cet article.

**CHAPITRE III**  
**CERTIFICATS D'INVESTISSEMENT**

*Article 12.*

**Les certificats d'investissement : création et régime juridique.**

Texte du projet de loi	Texte adopté par l'Assemblée nationale	Texte proposé par votre Commission
<p>Les dispositions suivantes sont ajoutées après l'article 283 de la loi du 24 juillet 1966 :</p> <p style="text-align: center;"><i>« Section II bis.</i></p> <p><i>« Certificats d'investissement.</i></p> <p><i>« Art. 283-1. — L'assemblée générale extraordinaire d'une société par actions peut décider, sur le rapport du conseil d'administration ou du directoire selon le cas et sur celui des commissaires aux comptes, la création de certificats d'investissement représentatifs des droits pécuniaires attachés aux actions.</i></p>	<p>Les dispositions... sont insérées après l'article... ... 1966 précitée :</p> <p>Alinéa sans modification.</p> <p>Alinéa sans modification.</p> <p><i>« Art. 283-1. — ...</i></p> <p>... des droits pécuniaires et de certificats de droit de vote représentatifs des autres droits attachés aux actions émises à l'occasion d'une augmentation de capital ou à une fraction des actions existantes.</p> <p><i>« En cas d'augmentation de capital, les porteurs d'actions et, s'il en existe, les porteurs de certificats d'investissement, bénéficient d'un droit de souscription préférentiel aux certificats d'investissement émis et la procédure suivie est celle des augmentations de capital. Les porteurs de certificats d'investissement renoncent au droit préférentiel en</i></p>	<p style="text-align: center;"><i>Supprimé.</i></p>

Texte du projet de loi	Texte adopté par l'Assemblée nationale	Texte proposé par votre Commission
	<p>assemblée spéciale convoquée et statuant selon les règles de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires. Les certificats de droits de vote sont répartis entre les porteurs d'actions et les porteurs des certificats de droit de vote, s'il en existe, au prorata de leurs droits.</p>	
	<p>« En cas de fractionnement, l'offre de création des certificats d'investissement est faite en même temps et dans une proportion égale à leur part du capital à tous les porteurs d'actions. A l'issue d'un délai fixé par l'assemblée générale extraordinaire le solde des possibilités de création non attribuées est réparti entre les porteurs d'actions qui ont demandé à bénéficier de cette répartition supplémentaire dans une proportion égale à leur part du capital et, en tout état de cause, dans la limite de leurs demandes. Après cette répartition, le solde éventuel est réparti par le conseil d'administration ou le directoire selon le cas.</p>	
<p>« Toute action donnant lieu à la création d'un certificat d'investissement doit revêtir la forme nominative.</p>	<p>« Le certificat de droit de vote doit revêtir la forme nominative.</p>	
<p>« Les certificats d'investissement sont négociables. Leur valeur nominale est égale à celle des actions. Lorsque les actions sont divisées, les certificats d'investissement le sont simultanément.</p>	<p>« Le certificat d'investissement est négociable. Sa valeur nominale est égale à celle des actions. Lorsque les actions sont divisées, les certificats d'investissement le sont également.</p>	
<p>« Art. 283-2. — Les propriétaires de certificats reçol-</p>	<p>« Le certificat de droit de vote est inaliénable sauf en cas de succession ou de donation-partage. Il ne peut être cédé qu'accompagné d'un certificat d'investissement ; en ce cas, l'action est définitivement reconstituée.</p> <p><i>Alinéa supprimé.</i></p>	

Texte du projet de loi	Texte adopté par l'Assemblée nationale	Texte proposé par votre Commission
<p><i>vent les produits distribués aux actions les amortissements, les répartitions d'actif, les remboursements effectués durant la vie de la société et, en cas de liquidation, la quote-part de l'actif revenant aux actions.</i></p>	<p>« Art. 283-2. — Les porteurs de certificats d'investissements peuvent obtenir communication...</p>	
<p>« Ils peuvent obtenir communication des documents sociaux dans les mêmes conditions que les actionnaires.</p>	<p>... actionnaires.</p>	
<p>« Art. 283-3. — En cas de distribution gratuite d'actions, de nouveaux certificats doivent être créés et remis gratuitement aux propriétaires des certificats anciens, dans la proportion du nombre des actions nouvelles attribuées aux actions anciennes.</p>	<p>« Art. 283-3. — ... ... aux actions anciennes sauf renonciation de leur part au profit de l'ensemble des porteurs ou de certains d'entre eux.</p>	
<p>« Art. 283-4. — En cas d'augmentation de capital en numéraire, il est émis de nouveaux certificats d'investissement en nombre tel que la proportion qui existait entre actions ordinaires et actions ayant donné lieu à la création de certificats d'investissement soit maintenue.</p>	<p>« Art. 283-4. — ... ... qui existait avant l'augmentation entre actions ordinaires et certificats de droit de vote soit maintenue après l'augmentation en considérant que celle-ci sera entièrement réalisée.</p>	
<p>« Les propriétaires de certificats d'investissement ont, proportionnellement au nombre de titres qu'ils possèdent, un droit de préférence à la souscription des nouveaux certificats.</p>	<p>« Les propriétaires des certificats... ... la souscription à titre irréductible des nouveaux certificats. Lors d'une assemblée spéciale, convoquée et statuant selon les règles de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires, les propriétaires des certificats d'investissement peuvent renoncer à souscrits sont répartis par le conseil d'administration ou le directoire selon le cas. Si</p>	

Texte du projet de loi

Texte adopté  
par l'Assemblée nationale

Texte proposé  
par votre Commission

« Les actions correspondant aux nouveaux certificats d'investissements souscrits sont attribuées aux actionnaires détenant les actions qui ont donné lieu à l'émission des certificats d'investissement anciens en proportion de leurs droits.

« Art. 283-5. — En cas d'émission d'obligations convertibles en actions, les porteurs des certificats d'investissement ont, proportionnellement au nombre de titres qu'ils possèdent, un droit de préférence à leur souscription.

« Ces obligations ne peuvent être converties qu'en certificats d'investissement. Les actions correspondant aux certificats d'investissement émis à l'occasion de la conversion sont attribuées aux actionnaires détenant les actions qui ont donné lieu à l'émission des certificats d'investissement anciens en proportion de leur droit. Cette attribution intervient à la fin de chaque exercice.

l'augmentation de capital n'est pas réalisée, celle du nombre de certificats ne l'est pas non plus.

« Les certificats de droit de vote correspondant aux nouveaux certificats d'investissement sont attribués aux porteurs d'anciens certificats de droit de vote en proportion de leurs droits sauf renonciation de leur part au profit de l'ensemble des porteurs ou de certains d'entre eux.

« Art. 283-5. — ...

... souscription à titre irréductible, leur assemblée spéciale convoquée et statuant selon les règles de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires peut y renoncer.

« Ces obligations...

... d'investissement. Les certificats de droit de vote correspondant aux certificats d'investissement émis à l'occasion de la conversion, sont attribués aux porteurs de certificats de droit de vote déjà existants en proportion de leurs droits, sauf renonciation de leur part au profit de l'ensemble des porteurs ou de certains d'entre eux. Cette attribution intervient à la fin de chaque exercice. »

**Commentaires.** — Le certificat d'investissement créé par ce chapitre résulte d'un démembrement de l'action. L'action conserve seulement le droit de vote et le certificat d'investissement qui en est détaché en reçoit tous les droits pécuniaires. La rémunération des certificats d'investissement est celle des actions. Ces titres d'investissement sont émis sur décision de l'assemblée générale des actionnaire ; ils ne sont pas amortissables et constituent à ce titre des fonds propres. Dans la rédaction initiale du projet gouvernemental, ce titre nouveau devait permettre aux entreprises où un actionnaire public ou privé détient la majorité du capital ou une minorité de contrôle de se procurer des fonds propres sans modifier la structure du capital. Le certificat d'investissement prend exemple sur un titre particulier créé en France en 1957, le certificat pétrolier, émis par la compagnie française des pétroles et Elf-Aquitaine.

L'Assemblée nationale a remanié profondément l'article 12 composant le chapitre III sur plusieurs points. Tout d'abord, elle a explicité la définition du nouveau produit en séparant nettement le certificat d'investissement qui correspond aux droits pécuniaires et le certificat de droit de vote qui en est séparé.

L'article 283-1 (nouveau) de la loi du 24 juillet 1966 que crée l'article 12 précise que la décision d'émettre des certificats d'investissement appartient à l'assemblée générale extraordinaire. Cette émission peut provenir :

— soit de l'émission d'actions nouvelles par le biais d'une augmentation de capital avec création, à partir de ces actions, de certificats d'investissement seuls mis à disposition des souscripteurs, étant entendu que les actionnaires ont un droit de souscription préférentiel. Les droits de vote nouveaux ainsi créés sont répartis au prorata de leurs droits entre les actionnaires par le biais de certificats de droit de vote ;

— soit du démembrement d'actions existantes, l'offre du démembrement doit alors être faite à tous les actionnaires en proportion de leur droit. Ainsi, si l'Assemblée décide de créer à partir de 20 % de son capital autant de certificats d'investissement, la société devra offrir à tous les actionnaires la possibilité d'échanger une action sur cinq contre un certificat de droit de vote et un certificat d'investissement. A l'issue de cette offre, elle soldera l'échange en s'adressant aux actionnaires qui auront demandé l'attribution de certificats supplémentaires.

Le quatrième alinéa du 283-1 fournit le moyen de connaître les personnes qui détiennent les certificats de droit de vote. Ceux-ci sont obligatoirement au nominatif. Chaque fois qu'un certificat d'investissement sera créé, par exemple en cas de distribution gratuite d'actions,

il sera nécessaire de créer un droit de vote et de l'attribuer aux actionnaires détenant les certificats de droit de vote. S'il en était autrement, les porteurs de certificats de droit de vote verraient leur poids relatif dans l'assemblée des actionnaires se réduire au fur et à mesure des opérations sur le capital de la société. Il leur sera toujours possible de renoncer à l'attribution des nouveaux droits de vote.

Le cinquième alinéa précise que les certificats d'investissement sont des valeurs mobilières et que leur valeur nominale est toujours celle de l'action.

Le sixième alinéa précise que le certificat de droit de vote est inaliénable, sauf si préalablement leur porteur s'est procuré un certificat d'investissement de façon à reconstituer l'action. Cette reconstitution à l'occasion d'une vente est définitive. Ce caractère d'inaliénabilité que, sur proposition de sa commission des Finances, l'Assemblée nationale a introduit, pose un certain nombre de problèmes d'ordre juridique. Tout d'abord, il est en contradiction avec l'exposé des motifs initial du projet déposé par le Gouvernement.

Ce nouveau type de valeurs mobilières devait faciliter les successions d'actionnaires : le secteur privé était placé sur le même plan que le secteur public et c'était bien là que résidait l'intérêt essentiel de la formule. Mais l'insertion du caractère inaliénable du certificat de droit de vote supprime l'intérêt de cette formule pour les sociétés du secteur privé. Obliger les actionnaires de sociétés privées après démembrement de leurs actions à ne jamais céder leur certificat de droit de vote, quelles que soient les circonstances, revient à limiter l'utilisation de cette formule aux seules sociétés du secteur public. En outre, se pose le problème de la valeur du certificat de droit de vote notamment dans le cadre de l'évaluation de la fortune pour l'impôt sur les grandes fortunes. Quelle sera la valeur vénale du certificat de droit de vote, alors que celle-ci était impossible à déterminer étant inaliénable ?

L'article 283-2 (nouveau) précise les droits des propriétaires des certificats d'investissement et les articles 283-4 et 283-5 (nouveaux) reconnaissent aux propriétaires de certificats d'investissement un droit sur les réserves de la société. Ce droit se concrétise par l'attribution gratuite de nouveaux certificats d'investissement en cas d'augmentation de capital par incorporation des réserves et par l'exercice d'un droit préférentiel de souscription à titre irréductible seulement à des certificats d'investissement ou à des obligations convertibles en certificats d'investissement en cas d'augmentation de capital ou d'émission d'obligations convertibles.

Toutefois, les porteurs de certificats d'investissement pourront renoncer à l'exercice de ce droit : ils le feront en assemblée spéciale qui statuera selon les règles de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires. On notera enfin que la réalisation effective de l'augmentation de capital ne dépend pas de la réalisation effective

du nombre de certificats. La société doit simplement mettre en mesure les porteurs de certificats d'exercer leur droit.

Le certificat d'investissement place son titulaire en position inégale vis-à-vis du détenteur d'actions de la même société. En effet, en cas d'augmentation de capital, si la société décide l'émission de certificats d'investissement, ceux-ci seront proposés aux détenteurs d'actions et aux détenteurs de certificats d'investissement. La différence entre ce cours et la valeur de l'action représentera très exactement la valeur du certificat de droit de vote et cette valeur est attribuée d'autorité aux porteurs actuels d'actions ou de certificats de droit de vote. Donc, il y a enrichissement sans cause des porteurs d'actions et des porteurs de certificats de droit de vote au détriment des porteurs de certificats d'investissement.

Le système proposé, qui est peut-être adapté à certaines entreprises du secteur public concurrentiel où l'Etat ne souhaite pas que l'équilibre soit remis en cause comme Dassault ou Matra, n'est certainement pas transposable dans des sociétés de droit privé où la formule sera trop peu attractive pour être vraiment utilisée. Le précédent des actions à dividende prioritaire dont le succès relatif a nécessité, on l'a vu plus haut, une révision des conditions de création, augure par avance de l'insuccès de cette formule. Un résumé lapidaire de la formule du certificat d'investissement pourrait être celui-ci : c'est une action sans droit de vote et sans dividende prioritaire. La qualité de ce produit financier sera immédiatement jugée par le marché.

M. Ballayer est intervenu pour souligner la profonde modification apportée au texte initial par l'Assemblée nationale, notamment en ce qui concerne les droits pécuniaires du titulaire du certificat d'investissement.

La Commission vous propose la suppression de cet article.

## CHAPITRE IV

### TITRES PARTICIPATIFS

#### Article 13.

#### Les titres participatifs : création et régime juridique.

Texte du projet de loi	Texte adopté par l'Assemblée nationale	Texte proposé par votre Commission
Les dispositions suivantes sont ajoutées après l'article 283 de la loi du 24 juillet 1966 :	Les... sont insérées après l'article 283-5 de... 1966 précitée :	<i>Supprimé.</i>
« Section II <i>ter</i> .	Alinéa conforme.	
« Titres participatifs.	Alinéa conforme.	
« Art. 283-6. — Les sociétés par actions appartenant au secteur public et les sociétés anonymes coopératives peuvent émettre des titres participatifs. Ces titres ne sont remboursables qu'en cas de liquidation de la société ou, à son initiative, à l'expiration d'un délai qui ne peut être inférieur à sept ans et dans les conditions prévues au contrat d'émission.	Alinéa conforme.	
« Leur rémunération comporte une partie fixe et une partie variable calculée par référence à des éléments relatifs à l'activité ou aux résultats de la société. Un décret fixera les conditions dans lesquelles l'assiette de la partie variable de la rémunération sera plafonnée.	« Leur rémunération...  ... société et assise sur le nominal du titre. Un décret...  ... sera plafonnée.	
« Les titres participatifs sont négociables.	Alinéa conforme.	
« Art. 283-7. — L'émission et le remboursement de titres	« Art. 283-7. — L'émission	

Texte du projet de loi	Texte adopté par l'Assemblée nationale	Texte proposé par votre Commission
participatifs doivent être autorisés dans les conditions prévues par les articles 157, alinéa 5, et 286 à 290.	... 157, cinquième alinéa, et 286 à 290.	
« Les porteurs de titres participatifs d'une même émission sont groupés de plein droit pour la défense de leurs intérêts communs en une masse qui jouit de la personnalité civile. Ils sont soumis aux dispositions des articles 294 à 317, 320, 321-1 et 324 à 338.	« Les porteurs...  ... des articles 294 à 317, 319, 320, 321-1 et 324 à 338.	
« En outre, la masse est réunie au moins une fois par an pour entendre le rapport des dirigeants sociaux sur la situation et l'activité de la société au cours de l'exercice écoulé et le rapport des commissaires aux comptes sur les comptes de l'exercice et sur les éléments servant à la détermination de la rémunération des titres participatifs.	Alinéa conforme.	
« Les représentants de la masse assistent aux assemblées d'actionnaires ou de porteurs de parts. Ils sont consultés sur toutes les questions inscrites à l'ordre du jour, à l'exception de celles relatives à la désignation ou à la révocation des membres des organes sociaux. Ils peuvent intervenir à tout moment au cours de l'assemblée.	Alinéa conforme.	
« Les porteurs de titres participatifs peuvent obtenir communication des documents sociaux dans les mêmes conditions que les actionnaires. »	Alinéa conforme.	

**Commentaires.** — Avec le titre participatif, la vitrine des valeurs mobilières s'enrichit également d'un nouveau produit. Il s'agit d'un titre négociable mais remboursable seulement en cas de liquidation de la société ou si la clause est prévue au contrat d'émission, dans un délai qui ne peut être inférieur à sept années. La rémunération du titre est double : une partie fixe et une partie variable indexée sur des éléments relatifs à l'activité et aux résultats, plafonnée dans des conditions qui seront fixées par décret.

Ce titre est exclusivement émis par les sociétés appartenant au secteur public ou les coopératives. L'intérêt de la formule aux yeux de ceux qui cherchent à la promouvoir est de faire financer par l'épargne le secteur public tout en refusant à l'épargnant un droit de regard sur la gestion de ce secteur. Les fonds ainsi recueillis n'étant pas amortissables seront considérés comme des fonds propres. Ils amélioreront la présentation et la structure financière de l'entreprise aux yeux de prêteurs éventuels notamment étrangers. Ils allégeront d'autant la charge du Trésor qui est de procéder aux augmentations de dotations de capital.

La charge financière provoquée par le paiement de la rémunération du titre ne sera pas excessive, puisque le décret plafonnera l'assiette de la part variable et pourra même, le cas échéant, la modifier. Le rachat des titres participatifs par la société, s'il est prévu dans le contrat d'émission, après un délai de sept ans, permettra à la société de se prémunir contre une évolution qu'elle considérerait comme anormale de la rémunération.

Toutes les conditions sont ici réunies pour faire de cette nouvelle valeur mobilière un archaïsme, dont on pouvait penser que le marché financier français avait été pour longtemps débarrassé. A la Libération, la cote de la Bourse de Paris était truffée de valeurs à revenu variable compliquées apparentées à l'action avec ou sans droit de vote et présentant un degré de risque financier inférieur à celui de l'action. Il a fallu plus de dix ans à l'époque pour nettoyer la cote de ces sous-produits et atteindre l'objectif fixé, c'est-à-dire de ne plus autoriser la cotation que des seules actions ordinaires et des obligations. Même les parts de fondateurs ont dû abandonner la scène financière. Il est curieux de voir aujourd'hui s'accomplir une démarche exactement inverse.

Il ne s'agit donc pas d'un produit nouveau. Il faut, à cet égard, lever une confusion provoquée par les mots. Les titres participatifs n'ont aucun rapport avec les prêts participatifs institués par la loi du 13 juillet 1978. Ceux-ci sont des créances à long terme de l'Etat ou de banques et sociétés d'assurance, sur des entreprises industrielles et commerciales. Ces prêts sont consentis sur les ressources à long terme. Dans ce cas, le risque est pris soit par l'Etat, soit par des institutions financières qui l'assument en toute connaissance de cause.

Au contraire, pour ce qui est des titres participatifs, le risque est pris par l'épargnant qui se retrouvera titulaire d'une valeur mobilière négociable, certes, mais dont la valeur d'échange risque très rapidement de connaître une décote par rapport à la valeur nominale. La durée de l'immobilisation l'apparente au titre des rentes perpétuelles dont on connaît la valeur boursière.

En fait, cette nouvelle formule répond au souci de l'Etat de ne pas avoir à assumer les conséquences financières de la loi de nationalisation qui l'oblige normalement, par le biais de dotations en capital, à donner aux entreprises du secteur public une structure financière saine. Les titres participatifs permettront à ces entreprises d'être présentables vis-à-vis de leur créancier potentiel. Il est peu probable, compte tenu des performances financières des entreprises du secteur public, que l'épargnant retrouve sa mise initiale dans l'hypothèse où il aurait besoin de liquider.

Après avoir entendu les interventions de MM. Balayer et Moinet qui ont remarqué l'intérêt que la formule pouvait présenter pour les sociétés coopératives, la Commission dans sa majorité vous propose la suppression de cet article.

*Article 14.*

**Les titres participatifs : régime fiscal.**

Texte du projet de loi	Texte adopté par l'Assemblée nationale	Texte proposé par votre Commission
Le régime fiscal des titres participatifs est celui des obligations à taux fixe.	Conforme.	<i>Supprimé.</i>

**Commentaires.** — Ce régime fiscal est celui des obligations à taux fixe.

Cela signifie pour la société que le paiement des intérêts est une charge de l'exercice et pour le bénéficiaire que les intérêts reçus sont soumis au prélèvement libératoire de 25 % au regard de l'impôt sur le revenu avec un abattement de 3.000 F qui sera porté à 5.000 F dans le projet de loi de finances pour 1983.

Votre Commission vous propose la suppression de cet article.

## CHAPITRE V

### FONDS COMMUNS DE PLACEMENT A RISQUES

#### Article 15.

#### Fonds communs de placement à risques.

Texte du projet de loi	Texte adopté par l'Assemblée nationale	Texte proposé par votre Commission
<p>Il est ajouté, après l'article 39 de la loi n° 79-594 du 13 juillet 1979 relative aux fonds communs de placement, les dispositions suivantes :</p>	<p>Il est inséré après...</p>	<p><i>Supprimé.</i></p>
<p>« TITRE II bis</p>	<p>... suivantes :</p>	
<p>« DISPOSITIONS PARTICULIÈRES AUX FONDS COMMUNS DE PLACEMENT A RISQUES</p>	<p>Alinéa conforme.</p>	
<p>« Art. 39-1. — Par dérogation aux alinéas un, deux et quatre de l'article 19, les actifs compris dans les fonds communs de placement à risques doivent être constitués de façon constante, et pour 50 % au moins d'actions ou de parts de sociétés dont les actions ou les parts ne sont pas admises à la cote officielle ou à la cote du second marché.</p>	<p>Alinéa conforme.</p>	
<p>« Art. 39-2. — La dénomination de ces fonds doit commencer par les mots « fonds à risques ». Toute publicité, tout démarchage à domicile ou dans les lieux publics en vue de proposer la souscription de parts de fonds communs de placement à risques est interdit. Quiconque aura contrevenu aux dispositions du présent article sera puni des peines d'amendes prévues à l'article 405 du Code pénal.</p>	<p>Alinéa conforme.</p>	

Texte du projet de loi	Texte adopté par l'Assemblée nationale	Texte proposé par votre Commission
« Art. 39-3. — Par dérogation à l'article 7, aucune demande de rachat ne peut être reçue pendant une période qui sera fixée par le règlement du fonds sans pouvoir être ni inférieure à cinq ans ni supérieure à dix ans. Cette période court à partir de la souscription des parts.	Alinéa conforme.	
« Le porteur de parts peut exiger la liquidation du fonds si un an après le dépôt de sa demande de rachat, le fonds n'a pu y satisfaire.	Alinéa conforme.	
« Un décret en Conseil d'Etat fixe le pourcentage des parts que doit détenir en permanence le gérant du fonds et, par dérogation à l'article 7, la périodicité du calcul de la valeur liquidative sans que cette périodicité puisse être supérieure à un an ainsi que les conditions et délais auxquels sera soumise la souscription des parts. »	Alinéa conforme.	

**Commentaires.** — Les fonds communs de placement sont des copropriétés de valeurs mobilières qui permettent aux épargnants de mettre en commun leurs moyens pour faire appel à des spécialistes de la gestion des portefeuilles de valeurs mobilières et réaliser des placements qui répartissent leurs risques.

Le portefeuille d'un fonds commun de placement doit être aisément négociable et la loi du 13 juillet 1979 qui les institue leur impose de comporter au moins 80 % de valeurs mobilières cotées en bourse. Depuis l'entrée en vigueur de ce texte, la Commission des opérations de bourse a approuvé les règlements de 543 fonds communs : 522 étaient effectivement constitués au 31 décembre 1981, dont 278 créés par les banques, 174 par des agents de change et 70 par divers autres organismes, établissements financiers, compagnies d'assurances.

Depuis leur création, ces fonds communs ont recueilli 17,2 milliards de francs de souscriptions, soit après 2,8 milliards de rachat, un apport net de 14,4 milliards de francs. Ils concernent 193.496 porteurs de parts dont 490.352 de personnes physiques et

3.144 de personnes morales. Le succès de la formule est donc très net. Le présent article tend à créer un nouveau type de fonds communs de placement intitulé « à risques ». Ces fonds, à la différence des fonds communs de placement de droit commun, sont constitués de façon constante et pour 50 % au moins d'actions ou de parts de société dont les actions ou parts ne sont pas admises à la cote officielle ou à la cote du second marché. Leur dénomination doit commencer par les mots « fonds à risques » et par ailleurs le souscripteur de parts de ce type de fonds ne pourra pas sortir avant cinq ans à compter de la date de souscription.

Le projet prévoit lui-même que le porteur de parts peut exiger la liquidation du fonds si un an après le dépôt de sa demande de rachat, le fonds n'a pu la satisfaire. Le calcul de la valeur liquidative de ce fonds est renvoyé à un décret en Conseil d'Etat ; la périodicité du calcul est fixée par le dernier alinéa à un an maximum. La création de ce nouveau type de fonds communs de placement ne peut que susciter les plus expresses réserves :

— la désignation même de fonds à risques peut rebuter l'épargnant fût-il averti et jette en quelque sorte une ombre de discrédit sur les entreprises dont les titres figureront dans le capital de ces fonds : titres détenus par des fonds à risque = titres de sociétés à risques ;

— l'épargnant qui confiera ses liquidités à de tels fonds verra celles-ci bloquées pendant cinq ans. Cette formule est extrêmement dangereuse, même pour un épargnant averti ;

— enfin, la valeur liquidative de tels fonds sera extrêmement difficile à établir, compte tenu des problèmes d'évaluation des titres de société non cotés qu'ils détiendront.

Partant d'une idée qui peut a priori paraître séduisante, le Gouvernement propose de créer un instrument qui est totalement inadapté au but qu'il poursuit : favoriser les fonds propres des petites et moyennes entreprises.

M. Moinet a souligné que les épargnants français devaient être incités à prendre des risques. M. Poncelet a observé que les petites et moyennes entreprises avaient besoin de fonds propres.

Dans sa majorité, la Commission a considéré que cet article devait être supprimé.

## TITRE II

# LA PROTECTION DES ÉPARGNANTS

### CHAPITRE PREMIER

### DROITS DES ACTIONNAIRES

#### Article 16.

#### Vote par correspondance aux assemblées générales d'actionnaires.

Texte du projet de loi	Texte adopté par l'Assemblée nationale	Texte proposé par votre Commission
<p>Il est ajouté, après l'article 161 de la loi du 24 juillet 1966, un article 161-1 ainsi rédigé :</p>	<p>Il est inséré, après l'article 161 de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 modifiée, sur les sociétés commerciales, un article 161-1 ainsi rédigé :</p>	<p><i>Supprimé.</i></p>
<p>« Art. 161-1. — Tout actionnaire peut voter par correspondance, au moyen d'un formulaire dont les mentions sont fixées par décret. Les dispositions contraires des statuts sont réputées non écrites.</p>	<p>Alinéa conforme.</p>	
<p>« Pour le calcul du quorum, il n'est tenu compte que des formulaires qui ont été adressés à la société cinq jours au plus tard avant la réunion de l'assemblée. Les formulaires ne donnant aucun sens de vote ou exprimant une abstention sont considérés comme des votes négatifs. »</p>	<p>« Pour le calcul... ... ont été reçus par la société avant la réunion de l'assemblée, dans des conditions de délais fixés par décret. Les formulaires... ... des votes négatifs. »</p>	

**Commentaires.** — Le présent article introduit dans le droit des sociétés le vote par correspondance. Ce vote serait exercé au moyen d'un formulaire dont la présentation serait précisée par décret et qui permettrait aux actionnaires de faire prendre en compte leur position sur les différentes questions inscrites à l'ordre du jour de l'assemblée générale.

Le souci affiché est celui d'une meilleure participation des actionnaires à la vie de la société et d'une démocratisation de l'entreprise, la pratique actuelle et généralisée du pouvoir en blanc envoyé à la direction de l'entreprise ne permettant à l'actionnaire absent que de manifester un accord avec les résolutions présentées par le conseil d'administration.

L'intention de l'auteur du projet de loi est tout à fait louable, même si l'application pratique présente pour les sociétés des difficultés tenant à la coexistence du vote par correspondance avec celle du vote par procuration, et pour l'actionnaire un motif de confusion.

C'est pourquoi, plutôt que de faire envoyer par la société et recevoir par l'actionnaire deux formulaires, l'un de vote par correspondance, l'autre de procuration, il conviendrait que ce soit à l'initiative de l'actionnaire que la possibilité de vote par correspondance lui soit ouverte.

M. Fosset a souligné que la rédaction résultait de l'application d'une directive européenne qui, dans le cas du vote par correspondance, pouvait conduire à des confusions.

M. le Président Bonnefous a indiqué que l'incitation à la présence des actionnaires aux assemblées générales ne pouvait simplement résulter de ce texte et que le vote par correspondance ne pouvait tenir compte des positions adoptées sur les résolutions présentées au cours de l'assemblée.

La Commission a conclu à la suppression de cet article.

Article 17.

**Sociétés cotées. — Obligation de présenter un bilan et un compte de résultats consolidés.**

**Texte du projet de loi**

Il est ajouté, après l'article 357 de la loi du 24 juillet 1966, un article 357-1 ainsi rédigé :

« Art. 357-1. — Les sociétés dont les actions sont inscrites à la cote officielle et qui ont des filiales ou des participations sont tenues d'annexer aux comptes de leurs exercices clos après le 31 décembre 1984 un bilan et un compte de résultats consolidés selon des modalités et méthodes déterminées par décret en Conseil d'Etat, pris après avis du Conseil national de la comptabilité. »

**Texte adopté par l'Assemblée nationale et proposé par votre Commission**

Il est *inséré*, après...  
... 24 juillet 1966 *précitée*, un article...  
rédigé :

Alinéa conforme.

**Commentaires.** — Pour les sociétés cotées, les comptes propres de la société mère ne reflètent que les participations comptabilisées au prix d'acquisition et les dividendes qui ne peuvent constituer qu'une fraction de bénéfice global du groupe constitué de la mère et de ses filiales.

Les comptes consolidés permettent de centraliser à nouveau l'information financière que la création de filiales avait dispersée. La Commission des opérations de bourse exige la production de tels comptes et leur insertion dans les notices d'information qui sont établies par les sociétés qui font publiquement appel à l'épargne : 363 sociétés cotées établissent de tels comptes, ce qui représente deux tiers des sociétés cotées qui ont dans des filiales des participations relativement importantes.

Il ne faut pas sous-estimer la difficulté pour les sociétés d'établir une comptabilité consolidée. C'est l'impossibilité d'établir une telle comptabilité qui a notamment empêché le législateur de prendre en compte, pour leurs valeurs consolidées, les actifs de groupes nationalisés et à limiter le calcul de l'indemnisation aux actifs des sociétés mères. L'obligation que cet article du projet de loi impose devrait aboutir à une normalisation des règles de consolidation.

La Commission vous propose l'adoption de cet article.

Article 18.

**Sociétés cotées. — Obligation de présenter un bilan et un compte de résultats consolidés. — Sanctions.**

Texte en vigueur

Texte du projet de loi

Texte adopté par l'Assemblée nationale et proposé par votre Commission

Loi n° 66-537 du 24 juillet 1966.

L'article 481 de la loi du 24 juillet 1966 est complété par les dispositions suivantes :

L'article... 1966  
précitée est... dispositions suivantes :

*Art. 481.* — Seront punis d'un emprisonnement de six mois à deux ans et d'une amende de 2.000 F à 60.000 F, ou de l'une de ces deux peines seulement, les présidents, les administrateurs, les directeurs généraux ou les gérants de toute société qui, sciemment :

1° n'auront pas fait mention dans le rapport annuel, présenté aux associés sur les opérations de l'exercice, d'une prise de participation dans une société ayant son siège sur le territoire de la République française, ou de l'acquisition de la moitié du capital d'une telle société ; les mêmes peines sont applicables aux commissaires aux comptes pour défaut de la même mention dans leur rapport ;

2° n'auront pas, dans le même rapport, rendu compte de l'activité des filiales de la société par branche d'activité et fait ressortir les résultats obtenus ;

3° n'auront pas annexé au bilan de la société le tableau prévu à l'article 357 et comportant les renseignements en vue de faire apparaître la situation desdites filiales et participations.

« n'auront pas, conformément à l'article 357-1 annexé aux comptes des exercices clos après le 31 décembre 1964, un bilan et un compte de résultats consolidés si la société a ses actions inscrites à la cote officielle et possède des filiales ou des participations. »

Alinéa conforme.

**Commentaires.** — L'obligation prévue à l'article précédent est faite aux sociétés cotées sous les mêmes sanctions que celles prévues pour le défaut de présentation de situation prévue à l'article L. 81 de la loi du 24 juillet 1966.

La Commission vous propose l'adoption de cet article.

## CHAPITRE II

### SURVEILLANCE DES MARCHÉS

#### Article 19.

#### Coopération de la Commission des opérations de bourse (C.O.B.) avec ses homologues étrangers.

##### Texte en vigueur

Ordonnance n° 67-833  
du 28 septembre 1967.

*Art. 5.* — Afin d'assurer l'exécution de sa mission, la commission peut, par une délibération particulière à chaque société, charger ses agents de se faire communiquer au siège des sociétés mentionnées à l'alinéa premier de l'article 3 ainsi que dans les banques, chez les agents de change et les entreprises et personnes faisant profession à titre d'activité principale d'apporter des affaires aux agents de change sans leur être liés par un contrat de travail, toutes les pièces qu'ils estiment utiles à l'accomplissement de leur mission, et notamment tous contrats, livres, documents comptables et registres de procès-verbaux.

Ces agents peuvent également recueillir toutes informations utiles à l'exercice de leur mission auprès des tiers qui ont accompli des opérations pour le compte de la société.

La commission des opérations de bourse peut, après une délibération particulière, procéder ou faire procéder par ses agents à la convocation et à l'audition de toute personne susceptible de lui fournir des informations concernant les affaires dont elle est saisie.

Toute personne convoquée a le droit de se faire assister d'un conseil de son choix. Les modalités de cette convocation et les conditions dans lesquelles sera assuré l'exercice de ce droit seront déterminées par décret.

##### Texte du projet de loi

Les dispositions suivantes sont ajoutées à l'article 5 de l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967 susvisée :

##### Texte adopté par l'Assemblée nationale et proposé par votre Commission

*L'article 5 de l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967 est complété par les dispositions suivantes :*

Texte en vigueur

Texte du projet de loi

Texte adopté par l'Assemblée nationale  
et proposé par votre Commission

Le secret professionnel ne peut être opposé aux agents de la commission, sauf par les auxiliaires de justice.

Les membres et les agents de la commission sont astreints au secret professionnel pour les faits, actes et renseignements dont ils ont pu avoir connaissance en raison de leurs fonctions, dans les conditions et sous les peines prévues à l'article 378 du Code pénal.

« L'obligation prévue à l'alinéa précédent ne fait pas obstacle à la communication par la Commission des opérations de bourse des informations qu'elle recueille aux autorités des autres Etats membres des Communautés européennes exerçant des compétences analogues et astreintes aux mêmes obligations de secret professionnel.

« La Commission des opérations de bourse peut également communiquer les informations qu'elle recueille aux autorités des autres Etats exerçant des compétences analogues sous réserve de la réciprocité et à condition que l'autorité étrangère compétente soit soumise au secret professionnel avec les mêmes garanties qu'en France. »

Alinéa conforme.

Alinéa conforme.

**Commentaires.** — Le présent article tend à permettre à la C.O.B. de coopérer avec ses homologues étrangers pour la découverte des auteurs de délits boursiers. Cette coopération suppose la réciprocité indispensable si l'on veut identifier les auteurs français d'ordres de bourse passant par l'intermédiaire de banques étrangères.

Dans le cadre de la législation actuelle, les membres et agents de la Commission sont tenus au secret professionnel et la loi du 16 juillet 1980 interdit à toute personne de communiquer des renseignements qui peuvent tendre à la constitution de preuves en vue de procédures judiciaires ou administratives étrangères.

Le deuxième alinéa de l'article 19 étend l'application de directives de la Communauté européenne du 5 mars 1979 et du 17 mars 1980 prévoyant que les autorités compétentes en matière boursière des Etats membres peuvent se communiquer entre elles seulement les renseignements couverts par le secret professionnel.

Le troisième alinéa permet l'échange d'informations avec des homologues non européens, sous réserve que, dans le pays considéré, le secret professionnel soit aussi bien garanti qu'en France.

La Commission vous propose l'adoption de cet article.

Article 20.

Extension des dispositions des articles 6 et 7 de l'ordonnance du 28 septembre 1967.

Texte en vigueur	Texte du projet de loi	Texte adopté par l'Assemblée nationale	Texte proposé par votre Commission
Ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967	Il est ajouté, après l'article 7 de l'ordonnance du 28 septembre 1967, un article 7-1 ainsi rédigé :	Il est inséré... ... 1967 précitée, un article 7-1 ainsi rédigé :	Alinéa conforme.
<p>Art. 6. — Toute société qui fait publiquement appel à l'épargne pour émettre des actions de numéraire ou des obligations doit au préalable faire imprimer un document destiné à l'information du public et portant sur l'organisation, la situation financière et l'évolution de l'activité de la société.</p>			
<p>Avant l'admission à la cote officielle des bourses de valeurs d'actions ou d'obligations, l'impression du même document est également obligatoire.</p>			
<p>Ce document doit être remis ou adressé à toute personne dont la souscription est sollicitée. Il est tenu à la disposition du public au siège social et dans tous les établissements chargés de recueillir des souscriptions. En cas d'introduction en bourse, il est également tenu à la disposition du public à la chambre syndicale des agents de change.</p>			
<p>Art. 7. — Le projet de document mentionné à l'article précédent est soumis au visa préalable de la commission des opérations de bourse, qui indique les énonciations à modifier ou les informations complémentaires à insérer.</p>			
<p>La commission peut également demander toutes explications ou justifications, notamment au sujet de la</p>			

Texte en vigueur	Texte du projet de loi	Texte adopté par l'Assemblée nationale	Texte proposé par votre Commission
situation, de l'activité et des résultats de la société. Si la société ne satisfait pas aux demandes de la commission, celle-ci peut refuser son visa.	« Art. 7-1. — Les dispositions des articles 6 et 7 s'appliquent également à tout émetteur, à la seule exception de l'Etat, qui fait appel public à l'épargne pour le placement de valeurs mobilières. »	Alinéa conforme.	« Art. 7-1. — Les dispositions... ... émetteur, à l'exception de l'Etat et des collectivités locales, qui fait appel... ... mobilières. »

**Commentaires.** — Cet article étend les dispositions des articles 6 et 7 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 qui imposent à toute société qui fait publiquement appel à l'épargne pour émettre des actions ou des obligations ou dont les titres sont admis à la cote officielle d'établir une note d'information mise à la disposition des éventuels souscripteurs qui porte sur l'organisation, la situation financière et l'évolution de l'actif de la société. Ce document ne doit être mis à la disposition du public que s'il a été au préalable visé par la Commission des opérations de bourse qui peut en exiger des modifications.

L'extension de ces dispositions à toutes les personnes qui émettent dans le public, notamment les établissements publics, est en soi une bonne chose. Seul l'Etat en est excepté.

En ce qui concerne les collectivités locales, le contrôle par la C.O.B. de la véracité des indications fournies dans la notice pourrait être interprété comme une tutelle allant à l'encontre de la politique d'autonomie et de responsabilité des collectivités locales.

Sous réserve d'un amendement qui excepte les collectivités locales de l'application des dispositions des articles 6 et 7 de l'ordonnance du 28 septembre 1967, la Commission vous propose l'adoption de cet article.

## Article 21.

### Délit d'initié.

#### Texte en vigueur

Ordonnance n° 67-833  
du 28 septembre 1967

*Art. 10-1.* — Seront punies d'un emprisonnement de deux mois à deux ans et d'une amende de 5.000 F à 5 millions de francs dont le montant pourra être porté au-delà de ce chiffre jusqu'au quadruple du montant du gain éventuellement réalisé ou de l'une de ces deux peines seulement, les personnes mentionnées à l'article 162-1 de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 ainsi que toutes autres personnes disposant, à l'occasion de l'exercice de leur profession ou de leurs fonctions, d'informations privilégiées sur la marche technique, commerciale et financière d'une société, qui auront réalisé sur le marché boursier, soit directement soit par interposition de personnes, une ou plusieurs opérations en exploitant lesdites informations avant que le public en ait connaissance.

Sera punie des mêmes peines toute personne qui aura sciemment répandu dans le public par des voies et moyens quelconques des informations fausses ou trompeuses sur la marche technique, commerciale ou financière d'une société afin d'agir sur les cours des titres de celle-ci.

#### Texte du projet de loi

L'article 10-1 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 est remplacé par les dispositions suivantes :

« *Art. 10-1.* — 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 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, qui auront réalisé, ou sciemment permis de réaliser, sur le marché boursier, soit directement, soit par personne interposée, une ou plusieurs opérations sur le fondement desdites informations avant que le public en ait connaissance.

« 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. »

#### Texte adopté par l'Assemblée nationale et proposé par votre Commission

L'article...

... 1967 précitée est...  
... suivantes :

« *Art. 10-1.* — ...

... les personnes mentionnées à l'article 162-1 de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 et les personnes disposant, à l'occasion...

... en ait connaissance.

Alinéa conforme.

« Sera punie des mêmes peines toute personne qui aura sciemment répandu dans le public par des voies et moyens quelconques des informations fausses ou trompeuses sur les perspectives ou la situation d'un émetteur de titres ou sur les perspectives d'évolution d'une valeur mobilière afin d'agir sur le cours des titres. »

**Commentaires.** — Le délit d'initié est le fait de personnes qui disposent, en raison de leur fonction, d'une information confidentielle sur les opérations boursières et qui les exploitent elles-mêmes ou par personne interposée.

Depuis 1970, 26 personnes ont fait l'objet de procédures pénales au chef de ce délit. Le présent article étend le champ du délit aux informations qui portent non seulement sur la marche d'une société, mais également sur les informations privilégiées, sur les perspectives ou la situation d'un émetteur et sur les perspectives d'évolution d'une valeur mobilière. D'autre part, l'article 21 précise que les amendes prononcées ne peuvent pas être inférieures au profit que l'opération a permis de réaliser.

La Commission vous propose l'adoption de cet article.

## CHAPITRE III SURVEILLANCE DES PLACEMENTS

### Article 22.

#### Surveillance des placements constitués de droits portant sur des biens mobiliers ou immobiliers.

##### Texte du projet de loi

Sont soumises aux dispositions des articles 23 à 26 de la présente loi :

1. Toute personne qui propose aux épargnants, par voie d'appel public ou de démarchage, d'acquérir des droits portant sur des biens mobiliers ou immobiliers dont ceux-ci n'assurent pas eux-mêmes la gestion.

2. Toute personne qui recueille des fonds à cette fin.

3. Toute personne chargée de la gestion desdits biens.

Ces articles ne s'appliquent pas aux opérations déjà régies par des dispositions particulières et notamment aux opérations d'assurance et de capitalisation régies par le Code des assurances, aux opérations de crédit différé, aux opérations régies par le Code de la mutualité et par le Code de la sécurité sociale, aux opérations donnant normalement droit à l'attribution en propriété ou en jouissance de parties déterminées d'un ou plusieurs immeubles bâtis.

##### Texte adopté par l'Assemblée nationale et proposé par votre Commission

Alinéa conforme.

1. Toute personne...

... la  
gestion ou de souscrire des rentes viagères.

Alinéa conforme.

Alinéa conforme.

Alinéa conforme.

**Commentaires.** — Cet article vise expressément certaines formes de placements financiers qui se sont récemment développés et qui sont constitués de droits portant sur des biens mobiliers ou même immobiliers, par exemple, des diamants, des conteneurs, des œuvres d'art, des parts de chevaux, des parts de forêts, des parts de voiliers, des anneaux de port. Les promoteurs de tels placements assurent leur promotion par une publicité qui échappe à tout contrôle. La rédaction actuelle de l'article permet de mettre sous un régime de surveillance ces divers actifs de placements. Elle définit de façon la plus large possible les placements concernés de manière à s'appliquer aux produits financiers nouveaux qui pourraient éventuellement apparaître sur le marché. Les simples relations de particulier à particulier ne sont pas visées, mais simplement les appels publics et le démarchage.

La Commission vous propose l'adoption de cet article.

*Article 23.*

**Documentation préalable à tout appel public à l'épargne  
et à tout démarchage.**

**Texte du projet de loi**

Préalablement à tout appel public à l'épargne ou à tout démarchage, un document destiné à donner toute information utile au public sur l'opération proposée, sur la personne qui en a pris l'initiative et sur le gestionnaire, doit être établi dans des conditions déterminées par décret.

Lorsque l'épargnant n'a pas reçu le document d'information préalablement à la conclusion du contrat, ou lorsque les clauses de ce contrat ne sont pas conformes au contenu du document d'information, le juge peut lui accorder des dommages-intérêts ou prononcer la résolution du contrat.

Le projet de document d'information et le projet de contrat type sont déposés auprès de la Commission des opérations de bourse qui exerce sa mission de contrôle dans les conditions fixées par l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967. Elle dispose d'un délai de trente jours, qu'elle peut porter à soixante jours par une délibération motivée, à dater du dépôt pour formuler ses observations. Après l'expiration de ce délai, les documents déposés peuvent être diffusés.

**Texte adopté par l'Assemblée nationale  
et proposé par votre Commission**

Alinéa conforme.

Alinéa conforme.

Le projet...

... ses observations.

*Les documents déposés peuvent être diffusés lorsqu'ils ont été mis en conformité avec les observations de la Commission des opérations de bourse ou, à défaut d'observation, lorsque le délai fixé ci-dessus est écoulé. Une copie des documents diffusés est remise à la Commission des opérations de bourse.*

**Commentaires.** — L'absence de documents d'information ou l'existence dans le contrat de clauses qui ne lui seraient pas conformes pourraient être sanctionnées sur le plan civil, soit par des dommages et intérêts, soit par la résolution du contrat. D'autre part, le projet de document d'information doit être soumis à la C.O.B. qui formulera ses observations dans un délai de trente jours ou de soixante jours sur délibération motivée.

La Commission vous propose l'adoption de cet article.

*Article 24.*

**Rapport d'activité.**

**Texte du projet de loi**

A la clôture de chaque exercice annuel, le gestionnaire établit l'inventaire des biens dont il assure la gestion. Il établit un rapport d'activité.

Il dresse le bilan et le compte de résultat. Les comptes sont contrôlés par un commissaire aux comptes qui en certifie la sincérité et la régularité.

Les documents visés aux deux premiers alinéas sont transmis aux détenteurs des droits et à la Commission des opérations de bourse dans les trois mois suivant la clôture de l'exercice.

**Texte adopté par l'Assemblée nationale  
et proposé par votre Commission**

Conforme.

**Commentaires.** — Cet article fait obligation aux gestionnaires des biens d'établir des comptes vérifiés par un commissaire aux comptes et de les communiquer avec un inventaire des biens gérés et un rapport d'activité aux épargnants qui détiennent des droits sur ces biens ainsi qu'à la Commission des opérations de bourse.

La Commission vous propose l'adoption de cet article.

*Article 25.*

**Commissariat aux comptes.**

**Texte du projet de loi**

Le commissaire aux comptes est désigné pour six exercices annuels sur la demande du gestionnaire, par décision de justice prise après avis de la Commission des opérations de bourse. Les articles 218 à 221 de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales sont applicables.

Le commissaire aux comptes révèle au procureur de la République les faits délictueux dont il a connaissance.

**Texte adopté par l'Assemblée nationale  
et proposé par votre Commission**

Le commissaire...

... 1966 *modifiée* sur les...  
applicables.

Alinéa conforme.

**Commentaires.** — Cet article prévoit que le commissaire aux comptes chargé de vérifier les comptes établis par le gestionnaire est désigné dans les mêmes conditions que les commissaires aux comptes qui sont chargés de vérifier les fonds communs de placement.

La Commission vous propose l'adoption de cet article.

*Article 26.*

**Sanctions.**

**Texte du projet de loi**

Seront punies d'un emprisonnement de un à cinq ans et d'une amende de 6.000 F à 120.000 F ou de l'une de ces deux peines seulement, les personnes qui ne se seront pas conformées aux dispositions des articles 23 et 24 de la présente loi.

Sera puni d'un emprisonnement de six mois à deux ans et d'une amende de 6.000 F à 60.000 F ou de l'une de ces deux peines seulement, le gestionnaire qui ne se sera pas conformé aux dispositions de l'article 25 de la présente loi.

Sera puni d'un emprisonnement de un à cinq ans et d'une amende de 6.000 F à 120.000 F ou de l'une de ces deux peines seulement, le commissaire aux comptes qui, soit en son nom personnel, soit au titre d'associé dans une société de commissaires aux comptes, aura donné ou confirmé des informations mensongères sur les documents visés à l'article 24 de la présente loi ou qui n'aura pas révélé au procureur de la République les faits délictueux dont il aura eu connaissance.

**Texte adopté par l'Assemblée nationale  
et proposé par votre Commission**

Conforme.

**Commentaires.** — Cet article prévoit les sanctions applicables en cas d'infraction aux dispositions des articles 23, 24 et 25.

La Commission vous propose l'adoption de cet article.

Article 27.

**Règles relatives aux opérations de publicité et de démarchage des fonds communs de placement ainsi qu'à la surveillance des informations diffusées sur ces fonds.**

Texte en vigueur

Texte du projet de loi

Texte adopté par l'Assemblée nationale  
et proposé par votre Commission

Loi n° 79-594 du 13 juillet 1979.

*Art. 9.* — Est interdite toute mesure de publicité en vue de proposer la souscription de parts d'un fonds commun de placement nommément désigné.

Sont interdites également les activités de démarchage telles qu'elles sont définies par la loi n° 72-6 du 3 janvier 1972 en vue des mêmes fins.

Quiconque aura contrevenu aux dispositions du présent article sera puni des peines d'amende prévues à l'article 405 du Code pénal.

*Art. 23.* — La commission des opérations de bourse peut se faire communiquer tous documents diffusés par le gérant ou le dépositaire, ou adressés par eux aux porteurs de parts et ordonner, le cas échéant, des modifications dans le cas où ces documents comporteraient des inexactitudes. Par une délibération particulière à chaque fonds, elle peut charger ses agents de se faire communiquer par le gérant ou le dépositaire toutes les pièces qu'ils estiment utiles à l'accomplissement de leur mission.

I. — L'article 9 de la loi du 13 juillet 1979 est remplacé par les dispositions suivantes :

« Sont interdits les démarchages à domicile ou dans les lieux publics en vue de proposer la souscription de parts de fonds communs de placement.

« Quiconque aura contrevenu aux dispositions du présent article sera puni des peines d'amende prévues à l'article 405 du Code pénal. »

II. — L'article 25 de la loi du 13 juillet 1979 est remplacé par les dispositions suivantes :

« La Commission des opérations de bourse reçoit tous les documents publics ou diffusés par le gérant ou le dépositaire ou adressés par eux aux porteurs de parts.

« La Commission des opérations de bourse peut ordonner des rectifications dans le cas où les documents remis comportent des inexactitudes et, le cas échéant, en interdire la publication ou la diffusion.

« Par une délibération particulière à chaque fonds, elle peut charger ses agents de se faire communiquer par le gérant ou le dépositaire toutes les pièces qu'ils estiment utiles à l'accomplissement de leur mission. »

I. — L'article 9 de la loi n° 79-594 du 13 juillet 1979 relative aux fonds communs de placement est remplacé par les dispositions suivantes :

« *Art. 9.* — Sont interdits...

... placement.

Alinéa conforme.

II. — L'article 23 de la loi précitée est...  
suites :

« *Art. 23.* — La Commission...

parts.

Alinéa conforme.

Alinéa conforme.

**Commentaires.** — Cet article allège les contraintes qui pèsent sur les fonds communs de placement cotés en ce qui concerne la publicité. Les fonds pourront désormais recourir sous le contrôle de la C.O.B. à la publicité pour se faire connaître. L'interdiction de la publicité qui a été édictée par la loi du 13 juillet 1979 s'est retournée contre les épargnants dans la mesure où elle les a empêchés de connaître autrement que par des démarches personnalisées l'évolution et les performances des fonds sur lesquels leur choix pouvait se porter.

Le paragraphe I maintient l'interdiction de démarchage.

Le paragraphe II prévoit la communication systématique à la C.O.B. des documents publiés. La C.O.B. aura le droit d'ordonner des rectifications et, le cas échéant, d'interdire la publication et la diffusion des documents.

La Commission vous propose l'adoption de cet article.

## DISPOSITIONS DIVERSES

### Article 28.

#### Définition des valeurs mobilières.

Texte en vigueur	Texte du projet de loi	Texte adopté par l'Assemblée nationale	Texte proposé par votre Commission
Loi du 24 juillet 1966	L'article 263 de la loi du 24 juillet 1966 susvisée est remplacé par les dispositions suivantes :	L'article 263 de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 modifiée sur les sociétés commerciales est remplacé par les dispositions suivantes :	<i>Supprimé.</i>
<i>Art. 263. — Les valeurs mobilières émises par les sociétés par actions sont les actions et les obligations.</i>  <i>Elles revêtent la forme de titres au porteur ou de titres nominatifs.</i>	<i>« Les valeurs mobilières émises par les sociétés par actions revêtent la forme de titres au porteur ou de titres nominatifs. »</i>	<i>« Art. 263. — Les valeurs mobilières... ... nominatifs. »</i>	

**Commentaires.** — Cet article est la conséquence logique des articles 12 et 13 qui créent les titres participatifs et les certificats d'investissement en les assimilant à des valeurs mobilières. Il modifie donc l'article 263 de la loi du 24 juillet 1966 qui indiquait que les valeurs mobilières émises par les sociétés étaient les actions et les obligations.

Une remarque s'impose. Alors que la formulation ancienne de l'article 263 reprenait dans sa simplicité la distinction du droit civil entre droit réel sur un bien et droit de créance (le droit réel étant l'action, le droit de créance, l'obligation), le texte du projet de loi crée, sans le dire expressément, une confusion, les droits des possesseurs de titres ne se rattachant ni au droit du propriétaire, ni au droit du prêteur sur la société.

La Commission vous propose la suppression de cet article.

*Article 29.*

**Codification.**

**Texte du projet de loi**

**Texte adopté par l'Assemblée nationale  
et proposé par votre Commission**

Il sera procédé à la codification des textes législatifs relatifs aux valeurs mobilières par des décrets en Conseil d'Etat pris après avis de la Commission supérieure chargée d'étudier la codification et la simplification des textes législatifs et réglementaires.

Ces décrets apporteront aux textes en vigueur les adaptations de forme rendues nécessaires par le travail de codification à l'exclusion de toute modification de fonds.

Conforme.

**Commentaires.** — Cet article permettra de codifier les nombreux textes relatifs aux valeurs mobilières qui sont particulièrement nombreux puisqu'on peut en recenser plus de 66 à l'occasion de la réalisation d'un guide des valeurs mobilières édité par les Journaux officiels.

La Commission vous propose l'adoption de cet article.

*Article 30.*

**Remplacement des termes « compartiment spécial du hors-cote »  
par les termes « second marché ».**

Texte du projet de loi	Texte adopté par l'Assemblée nationale et proposé par votre Commission
<p>Les mots « compartiment spécial du hors-cote » sont remplacés dans toutes les dispositions législatives existantes par les mots « second marché » et il est ajouté après les mots « cote officielle » les mots « ou à la cote du second marché » aux articles 196, 200, 208-1 et 208-3, 271, 279 de la loi du 24 juillet 1966 susvisée et à l'article 16 de la loi n° 64-1278 du 23 décembre 1964.</p>	<p>Les mots...</p> <p>...et il est <i>inséré</i></p> <p>après les mots...</p> <p>... 1964.</p>

**Commentaires.** — En 1978, les autorités boursières ont créé un marché intermédiaire entre le hors-cote et la cote officielle. Pour y être inscrite, la société peut prendre l'engagement d'informer le public de faire vérifier ses comptes dans les conditions des sociétés cotées et de mettre 25 % de ses actions dans le public et enfin de prendre l'engagement de solliciter son introduction à la cote officielle dans les trois ans.

Le rapport Dautresme avait proposé de substituer au « hors-cote spécial » ainsi créé un « second marché » qui serait d'accès plus aisé tout en garantissant un minimum de sécurité aux épargnants.

Le présent article tend à remplacer dans toutes les dispositions législatives existantes les mots « hors-cote spécial » par les mots « second marché » (*cf.* annexe II).

La Commission vous propose l'adoption de cet article.

**Article 31.**

**Décrets d'application.**

**Texte du projet de loi**

—

Des décrets en Conseil d'Etat fixeront en tant que de besoin les modalités d'application de la présente loi.

**Texte adopté par l'Assemblée nationale  
et proposé par votre Commission**

—

Conforme.

**Commentaires.** — Le présent article permet de prendre des dispositions réglementaires d'application nécessaires à la mise en œuvre de la loi.

La Commission vous propose l'adoption de cet article.

## AMENDEMENTS PRÉSENTÉS PAR LA COMMISSION

### *Article 5.*

**Amendement :** Dans le deuxième alinéa du paragraphe I de cet article remplacer l'expression :

« 3 % »

par l'expression :

« 1 % ».

---

### *Article 5 bis.*

**Amendement :** Rédiger comme suit le sixième alinéa du paragraphe I de cet article :

« *Au plus tard* dans les deux mois qui suivent... .. *représentent.* »

---

### *Article 12.*

**Amendement :** Supprimer cet article.

---

### *Article 13.*

**Amendement :** Supprimer cet article.

---

### *Article 14.*

**Amendement :** Supprimer cet article.

---

**Article 15.**

**Amendement : Supprimer cet article.**

---

**Article 16.**

**Amendement : Supprimer cet article.**

---

**Article 20.**

**Amendement : Rédiger comme suit le deuxième alinéa de cet article :**

**« Art. 7-1. — Les dispositions des articles 6 et 7 s'appliquent également à tout émetteur, à l'exception de l'Etat et des collectivités locales, qui fait appel... » (Le reste sans changement.)**

---

**Article 28.**

**Amendement : Supprimer cet article.**

---

ANNEXE I

**EXEMPLE DE PLAN DE RÉINVESTISSEMENT DE DIVIDENDES  
EN ACTIONS PROPOSÉ PAR UNE SOCIÉTÉ ÉTRANGÈRE**

La société américaine AMAX Inc. offre à tous ses actionnaires la possibilité de réinvestir, dans le cadre d'un plan, les dividendes trimestriels, en titres AMAX Inc. à un cours inférieur de 5 % à la moyenne des cours en bourse de New York durant les cinq jours qui précèdent la mise en paiement. Généralement, les dividendes sont mis en paiement les premiers jours des mois de mars, juin, septembre et décembre.

Cette possibilité est offerte à tout moment aux propriétaires d'actions et tout nouvel actionnaire est informé de sa faculté d'adhérer au plan.

Après adhésion par l'actionnaire, les actions placées dans le plan participent d'office au réinvestissement en titres des dividendes, sans nouvelle intervention de sa part.

Pratiquement et pour des raisons tenant aux rompus qu'entraîne une telle formule, les actions pour lesquelles le propriétaire a adhéré au plan sont transformées en millièmes d'action.

Les actionnaires ont la possibilité, à tout moment, de se retirer du plan sans pénalité, pour tout ou partie des actions placées dans le plan.

Outre l'aspect fiscal — les participants au plan dont les dividendes sont réinvestis sont réputés percevoir un revenu taxable —, cette formule pose quelques difficultés d'ordre matériel cependant surmontables :

- l'information nécessairement adressée à tout nouvel actionnaire ;
- l'obligation de créer des coupures d'actions qui participent aux augmentations de capital par attribution gratuite ou en espèces et donnent un droit de vote aux assemblées générales et dont la gestion est coûteuse ;
- l'indispensable gestion des rompus par un intermédiaire.

Ce plan a été créé par AMAX Inc. en 1979. A la fin de l'exercice 1980 plus de 5.000 actionnaires participaient déjà au plan, soit près de 15 % du nombre total d'actionnaires inscrits dans les livres de la société. Un million d'actions nouvelles ont été ainsi émises en 1980 (soit près de 2 % du capital) et ont procuré à la société 50 millions de dollars de fonds propres nouveaux.

ANNEXE II

**LISTE DES TEXTES LÉGISLATIFS ET RÉGLEMENTAIRES  
DANS LESQUELS FIGURE LE COMPARTIMENT SPÉCIAL DU HORS-COTE**

*Fonds communs de placement :*

Article 19 de la loi n° 79-594 du 13 juillet 1979.

Article premier de l'arrêté du 29 novembre 1979.

*S.I.C.A.V. :*

Article 5 de la loi n° 79-12 du 3 janvier 1979.

Article 3 de l'arrêté du 25 avril 1979.

*Distribution d'actions :*

Article 2 de la loi n° 80-834 du 24 octobre 1980.

*Orientation de l'épargne vers le financement des entreprises :*

Article 3 de la loi n° 78-741 du 13 juillet 1978 (ou article 163 *octies* du Code général des impôts).

*Réserves techniques des compagnies d'assurances :*

Décret n° 80-759 du 22 septembre 1980 portant modification des articles R. 332-2 et R. 332-3 du Code des assurances.

*Souscriptions et achats par les sociétés de leurs propres actions :*

Articles 17 et 18 de la loi du 30 décembre 1981 relative à la mise en harmonie du droit des sociétés commerciales avec la deuxième directive adoptée par le Conseil des communautés européennes le 13 décembre 1976 modifiant les articles 217-1 et 217-2 de la loi du 24 juillet 1966.

*Inscription en compte des valeurs mobilières :*

Article 94 II de la loi de finances du 30 décembre 1981.