

N° 339

SÉNAT

SECONDE SESSION ORDINAIRE DE 1988 - 1989

Annexe au procès-verbal de la séance du 1^{er} juin 1989

AVIS

PRÉSENTÉ

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, relatif à la sécurité et à la transparence du marché financier,

Par M. Raymond BOURGINE,

Sénateur.

(1) Cette commission est composée de : MM. Christian Poncelet, *président* ; Geoffroy de Montalembert, *vice-président d'honneur* ; Jean Cluzel, Jacques Descours Desacres, Tony Larue, Joseph Raybaud, *vice-présidents* ; MM. Emmanuel Hamel, Jean-François Pintat, Louis Perrein, Robert Vizet, *secrétaires* ; M. Maurice Blin, *rapporteur général* ; MM. René Ballayer, Stéphane Bonduel, Raymond Bourgine, Ernest Cartigny, Roger Chinaud, Jean Clouet, Maurice Couve de Murville, Pierre Croze, Jacques Delong, Marcel Fortier, André Fosset, Mme Paulette Fost, MM. Jean Francou, Henri Goetschy, Georges Lombard, Paul Loridant, Roland du Luart, Michel Manet, Jean-Pierre Masseret, Josy Moïnet, René Monory, Lucien Neuwirth, Jacques Oudin, Bernard Pellarin, Maurice Pic, Mlle Irma Rapuzzi, MM. René Regnault, Henri Torre, André-Georges Voisin.

Voir les numéros :

Assemblée nationale (9^e législ.) : 544, 563 et T.A. 80.

Sénat : 263 et 340 (1988-1989).

Marchés financiers.

SOMMAIRE

	pages
AVANT-PROPOS	5
EXAMEN DES ARTICLES	7

TITRE PREMIER

DISPOSITIONS MODIFIANT L'ORDONNANCE N° 67-833 DU 28 SEPTEMBRE 1967 INSTITUANT UNE COMMISSION DES OPERATIONS DE BOURSE ET RELATIVE A L'INFORMATION DES PORTEURS DE VALEURS MOBILIERES ET A LA PUBLICITE DE CERTAINES OPERATIONS DE BOURSE.

PRESENTATION GENERALE	7
<i>Article premier.</i> - Composition de la C.O.B.	20
<i>Article 2.</i> - Recours à des expertises, droit de communication et pouvoir d'enquête	33
<i>Article 3.</i> - Coopération de la C.O.B. avec ses homologues étrangers	38
<i>Article 4</i> - Droit de visite et de saisie des enquêteurs de la C.O.B.	41
<i>Article 5.</i> - Séquestre et consignation judiciaires - Sanctions pécuniaires de la C.O.B.	43
<i>Article 6.</i> - Répression des entraves, de l'inobservation de l'interdiction temporaire d'activité professionnelle et du retard de consignation	50
<i>Article 7.</i> - Délit de communication d'information privilégiée	53
<i>Article 7 bis.</i> - Recours contre les décisions de la C.O.B.	56
<i>Article 8.</i> - Initiatives du président de la C.O.B. devant les juridictions	60
<i>Article 8 bis.</i> - Mise en oeuvre d'injonctions	64
<i>Article 9.</i> - Autonomie financière de la C.O.B.	68
<i>Article 10.</i> - Abrogation du droit d'information et d'audition, du délit de démarchage et de publicité non autorisés, et de la demande d'avis préalable de la C.O.B. en cas de poursuites pénales	75

TITRE II

DISPOSITIONS MODIFIANT LA LOI N° 66-537 DU 24 JUILLET 1966 SUR LES SOCIÉTÉS COMMERCIALES ET LA LOI N° 88-70 DU 22 JANVIER 1988 SUR LES BOURSES DE VALEURS

PRESENTATION GENERALE	77
<i>Article 11.</i> - Conditions d'une augmentation de capital en période d'offre publique	85
<i>Article additionnel avant l'article 11 bis.</i> - Convocation d'une assemblée des porteurs de titres conférant ou pouvant conférer à terme des droits de vote	89
<i>Article 11 bis.</i> - Dispositions applicables aux procédures d'offre publique, de maintien de cours et d'offre de retrait	91
<i>Article additionnel après l'article 11 bis.</i> - Dérogations accordées à l'obligation de dépôt d'offre publique	100
<i>Article additionnel après l'article 11 bis.</i> - Dispositions relatives aux offres de retrait	103
<i>Article additionnel après l'article 11 bis.</i> - Renvoi au règlement général du Conseil des bourses de valeurs des conditions d'application	104
<i>Article 12.</i> - Prise en compte de l'action de concert pour le franchis- sement de seuil, création d'un nouveau seuil et extension de l'obligation déclarative	105
<i>Article 13.</i> - Précisions relatives aux modalités de franchissement de seuil	109
<i>Article 14.</i> - Mention obligatoire des détenteurs de plus des deux tiers du capital social	126
<i>Article 15.</i> - Augmentation des sanctions applicables pour non- respect des déclarations de franchissement de seuil	128
<i>Article additionnel après l'article 15.</i> - Situation particulière des sociétés du secteur de l'audiovisuel	133
<i>Article 16.</i> - Adaptation de sanctions applicables pour certaines infractions relatives à la direction et à l'administration de certaines sociétés	135

TITRE III

DISPOSITIONS RELATIVES AUX GERANTS DE PORTEFEUILLE

PRESENTATION GENERALE	137
<i>Article 17.</i> - Modalités d'exercice de l'activité de gestion de portefeuille	140
<i>Articles 18, 19 et 20.</i> - Reprise et modification de certaines disposi- tions de la loi du 21 décembre 1972 relative aux remisiers et gérants de portefeuilles et abrogation de cette loi	145

TITRE IV

DISPOSITIONS DIVERSES

<i>Article 21 A.</i> - Autonomie financière du Conseil du marché à terme	147
<i>Article 21.</i> - Deuxième délibération du Conseil du marché à terme	149
<i>Article 21 bis.</i> - Modification des conditions d'habilitation des personnes participant à la compensation des contrats à terme d'instruments financiers	151
<i>Article 22.</i> - Saisine du Conseil du marché à terme par la C.O.B.	153
<i>Article additionnel avant l'article 23.</i> - Transfert au juge judiciaire du contentieux des décisions disciplinaires du C.B.V. et du C.M.T.	154
<i>Article 23.</i> - Compétences disciplinaires du Conseil du marché à terme à l'égard des employés des opérateurs sur le marché	156
<i>Article 23 bis.</i> - Modification des règles applicables au démarchage et aux propositions d'opérations lorsqu'un marché étranger est en cause	158
<i>Article 24.</i> - Deuxième délibération du Conseil des bourses de valeurs	159
<i>Article 24 bis et articles additionnels après l'article 24.</i> - Limitation de la garantie accordée à la clientèle des sociétés de bourse	160
<i>Article 25.</i> - Conseil de discipline des O.P.C.V.M.	169
<i>Article additionnel après l'article 25.</i> - Coordination avec la législation existante en matière de communication de renseignements	176
<i>Article 25 bis.</i> - Possibilité de constitution d'O.P.C.V.M. de capitalisation	177
<i>Article 26.</i> - Information du comité d'entreprise en cas d'offre publique	183
<i>Article 26 bis.</i> - Information du Comité de groupe en cas d'offre publique	185
<i>Article 27.</i> - Champ d'application territorial de la loi	186
<i>Article 28.</i> - Dispositions transitoires	187
<i>Article 29.</i> - Publication des participations en droits de vote dans les sociétés cotées	188
EXAMEN EN COMMISSION	191

AVANT-PROPOS

Mesdames, Messieurs,

Le projet de loi relatif à la sécurité et à la transparence du marché financier comprend, dans le texte transmis au Sénat, 37 articles.

Il s'agit donc d'un projet important, quantitativement mais aussi par les modifications qu'il entend introduire dans notre législation financière. N'échappant pas, à l'occasion, à la démarche pointilliste qui préside à l'élaboration des lois "portant diverses dispositions d'ordre économique et financier", ce projet contient au moins trois séries de dispositions fondamentales : la première dote la Commission des opérations de bourse d'un pouvoir de sanction pécuniaire propre ; la seconde instaure le principe d'une offre publique d'achat portant sur une "quotité du capital social" que les actionnaires, dont la participation dans une société dépasserait le seuil du tiers, auraient l'obligation de déclencher ; la troisième enfin, introduite à la faveur subreptice d'un amendement déposé par le Gouvernement à l'occasion des débats de l'Assemblée nationale limite la garantie dont bénéficient, jusqu'à présent, les épargnants pour leurs opérations sur le marché financier français.

Ces dispositions favorisent-elles la transparence ? Privilégient-elles la sécurité des épargnants et la protection des actionnaires les plus vulnérables, les minoritaires, parfois dénommés "petits porteurs" ? Votre Commission des finances a parfois été conduite à en douter.

Ce texte a-t-il, alors, pour objet de tempérer les inquiétudes d'une opinion publique déroutée par l'ampleur du développement de la "sphère financière" et d'autant plus ébranlée par les "affaires" qui ont secoué le marché parisien qu'elle comprend désormais une forte proportion d'actionnaires ? S'agit-il, en clair, d'un texte de circonstance ?

Votre Commission des Finances n'adhèrera pas à cette thèse. Elle a, néanmoins, été conduite à modifier, parfois de manière importante, celles des dispositions du projet qui allaient directement et radicalement à l'encontre de son objet.

Ainsi, elle n'a pu admettre la dévolution à la Commission des opérations de bourse d'un pouvoir de sanction autonome, affranchi de la répartition habituelle des compétences entre l'autorité judiciaire et l'administration, serait-elle, en l'occurrence, incarnée par une Commission dont le Gouvernement a, à juste titre, souhaité accroître l'indépendance.

Elle n'a pu, non plus, accepter le principe d'une OPA portant sur les deux-tiers du capital social en vertu d'une disposition législative obligatoire qui conduirait de multiples petits actionnaires à constater, impuissants, la dépréciation inéluctable des titres qui n'auraient pu être acquis lors de l'offre.

Elle n'a, enfin, pas souscrit au projet gouvernemental de suppression de la garantie totale dont bénéficiaient jusqu'à présent les épargnants lorsqu'ils opèrent sur le marché français.

Les motifs de ces décisions, qui sont assorties de nombreuses autres propositions d'amendements, seront développés avec l'examen de chacun des quatre titres du projet.

TITRE PREMIER

Dispositions modifiant l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967 instituant une commission des opérations de bourse et relative à l'information des porteurs de valeurs mobilières et à la publicité de certaines opérations de bourse

Présentation générale

Le présent titre a pour objet de répondre au besoin d'accroître la sécurité du marché financier français par l'élargissement des pouvoirs de la Commission des opérations de bourse et le renforcement de la répression des délits boursiers.

Septième modification depuis l'ordonnance du 28 septembre 1967 du régime juridique de la Commission des opérations de bourse, le dépôt de ce texte traduit à la fois l'importance et les difficultés d'instituer un système de contrôle efficace et de nature à garantir la transparence et l'efficacité du marché financier.

Récemment soulignées par plusieurs "affaires" importantes qui ont défrayé la chronique boursière depuis l'automne 1987, ces difficultés sont surtout liées à l'extrême rapidité de l'évolution des marchés financiers et à l'importance de la transformation de leurs conditions de fonctionnement.

1° - L'évolution du marché financier français

Jusqu'au début des années 1980, le marché financier français est resté caractérisé par une dimension étroite, liée au faible recours des sociétés cotées à des augmentations de capital, à la stagnation de la capitalisation boursière et au nombre réduit d'actionnaires.

A partir de 1980, le marché financier français connaît une très profonde mutation, caractérisée à la fois par le développement rapide du volume de son activité et la complexité croissante de ses modes de fonctionnement.

a) Un développement rapide de son activité

Le développement de l'activité s'est traduit par l'augmentation du volume des émissions sur le marché primaire. Les émissions nettes annuelles de valeurs mobilières sont passées de 33 milliards de francs en 1976 à 200 milliards de francs en 1987. Il a également résulté de la croissance du volume des transactions et de la hausse des cours sur le marché secondaire. La moyenne quotidienne des transactions est passée de 220 millions de francs en 1976 à plus de 15 milliards de francs en 1986.

De 1981 à 1988, la progression de l'indice CAC a été de 415,6 %, malgré la crise boursière de l'année 1987.

Au cours de la même période, la capitalisation boursière des actions françaises est passée de 225 milliards de francs à 1260 milliards de francs, et ce malgré les nationalisations intervenues en 1982.

Estimé à 1,5 million vers 1975, le nombre d'actionnaires en France a été évalué à 10 millions en 1987, dont 6 millions d'actionnaires directs. Cette très forte évolution a été favorisée par l'incidence des mesures fiscales Monory et par l'effet des opérations de privatisation Balladur.

b) La complexité croissante des modalités de son fonctionnement

Le développement de l'activité du marché s'est accompagnée d'une complexité croissante de son mode de fonctionnement.

Celle-ci résulte à la fois de la multiplication de nouveaux produits (1) de l'institution de nouveaux marchés (2), de la modernisation des modes de négociation et de la délocalisation des opérations.

La modernisation des modes de négociations a été marquée par le développement des marchés de blocs, fonctionnant sur le principe des applications, par la mise en oeuvre d'une réforme importante du système de la contrepartie, et surtout par l'instauration d'une cotation continue informatisée (3).

(1) Titres courts négociables, certificats d'investissement, titres participatifs, bons de souscription, titres complexes, contrats à terme, produits de la titrisation...

(2) Second marché en février 1983, marché à terme d'instruments financiers (MATIF) en février 1986, marché d'options négociables (MONEP) en septembre 1987, fusion des organismes de gestion de la Bourse du commerce et du MATIF par la loi du 31 décembre 1987, marché privé de contrats à terme et d'options négociables sur un autre indice boursier (OMF).

(3) Toutes les valeurs françaises du marché à règlement mensuel devront y être soumises d'ici 1990.

Dans le même temps, l'intégration des activités financières et bancaires s'est progressivement renforcée depuis la loi bancaire de 1984 (1).

La délocalisation des opérations s'est généralisée. L'internationalisation des marchés financiers a été favorisée par la conjonction de la nécessité d'une diversification géographique des risques et des placements et du développement des communications et des moyens informatiques.

Cette évolution a deux conséquences.

D'une part, les marchés de New-York, de Tokyo et de Londres sont des concurrents sérieux pour la place de Paris qui doit satisfaire la demande internationale, sauf à voir les investisseurs étrangers utiliser d'autres places pour opérer, y compris sur les valeurs françaises.

A cet égard, la garantie de sécurité devient une condition fondamentale de la compétitivité du marché français.

D'autre part, la délocalisation des opérations et l'internationalisation des marchés rendent d'autant plus difficile la surveillance et le contrôle d'un marché national localisé. Cette difficulté vient s'ajouter à celle déjà introduite par le système de cotation en continu, qui contribue à limiter considérablement le repérage et la définition des délits et infractions.

c) Perspectives d'évolution

La mutation ainsi entreprise du marché financier français est loin d'être terminée. Ses conséquences pour les structures et le rôle des organisations de marché sont essentiels.

Le maintien d'une épargne importante investie en valeurs mobilières continuera de se faire sous des formes différentes.

L'intérêt pris par les particuliers aux placements en valeurs mobilières est un fait sans doute irréversible. Il suppose à la fois la diffusion d'une information simple et précise et le développement de modes de négociation simplifiés.

(1) Admission au MATIF à partir de 1985, aux sociétés de contrepartie à partir de 1986 ; admission aux fonctions de spécialiste en valeurs du Trésor en 1986 ; accès au capital des sociétés de bourse à partir de 1987, avec possibilité de prendre le contrôle intégral (voir Annexe in fine).

La part croissante des investisseurs institutionnels dans la capitalisation boursière (1) implique des volumes et une fréquence de négociations beaucoup plus importants que pour les transactions privées.

La poursuite du développement technologique des marchés continuera à favoriser la délocalisation des marchés. Ceux-ci prendront de plus en plus la forme de réseaux informatisés, dont le rattachement à un pays déterminé devra être très précisément défini par la loi et la réglementation applicables si le contrôle se veut efficace.

Enfin, l'internationalisation des marchés financiers prendra toute sa dimension avec la suppression totale du contrôle des changes résultant de l'adoption de la directive communautaire du 24 juin 1988 relative à la libération des mouvements de capitaux, et dont l'entrée en vigueur est prévue pour le 1er janvier 1990.

L'établissement prévu au plus tard à la fin de 1992 d'un marché européen unique des services financiers (banques, assurances, prestations de service d'investissement en valeurs mobilières), affectera tout particulièrement les structures et le rôle des organisations de marché de chaque pays (2).

Il aura notamment pour effet d'accroître la concurrence à la fois interne et externe, et d'amener la révision d'un certain nombre de modalités de régulation des activités financières.

2° - L'organisation du marché

Après avoir longtemps conservé une organisation traditionnelle de nature corporatiste, remontant pour l'essentiel au début du 19^e siècle, le marché français a, face à ces évolutions rapides et profondes, connu une réorganisation importante de ses structures professionnelles et publiques.

Instituée par l'ordonnance du 28 septembre 1967 à l'initiative de M. Michel Debré, ministre de l'Economie et des Finances, la Commission des Opérations de Bourse, calquée sur le modèle américain de

(1) Cette part est passée de 11,70 % à 22,7 % de 1966 à 1986 pour les actions et de 35,5 % à 59,4 % pour les obligations.

(2) Il comporte en effet trois séries de mesures :

- la libération du droit d'établissement dans la Communauté (déjà largement effective)
- la libération des prestations de services transfrontières (d'ici le 31 décembre 1992)
- l'harmonisation des modalités de fonctionnement des marchés et des autres activités financières (délai non défini).

la *Securities and Exchange Commission*, avait pour mission de veiller au contrôle de l'information de l'investisseur et au bon fonctionnement du marché.

Disposant à l'origine de pouvoirs essentiellement limités à la surveillance de l'information à l'occasion des émissions et introductions en bourse, la Commission des opérations de Bourse a contribué à préciser par sa jurisprudence les règles de fonctionnement du marché.

La modernisation du marché intervenue à partir de 1980 a suscité un certain nombre de réformes importantes de la structure des autorités boursières.

Le système français actuel est désormais organisé autour de plusieurs autorités professionnelles, autour d'une autorité publique centrale, le ministre de l'Economie disposant d'une compétence générale en la matière.

a) Les autorités professionnelles

Deux autorités professionnelles, le Conseil des bourses de valeurs (1) et le Conseil du marché à terme (2) complètent la Commission des opérations de bourse, autorité publique dont la mission a été élargie et les pouvoirs d'enquête renforcés.

Chacune de ces deux autorités professionnelles repose elle-même sur un système complexe.

Pour les sociétés de bourse, le Conseil des bourses de valeurs (3) dispose d'un pouvoir réglementaire et d'un pouvoir disciplinaire à l'égard des seules sociétés de bourse qu'il est censé représenter. Il est assisté d'une institution financière spécialisée, la Société des bourses françaises, qui est chargée de la gestion du marché et du contrôle de son fonctionnement par délégation du Conseil des bourses de valeurs.

Pour le marché à terme, le Conseil du marché à terme (3) dispose d'un pouvoir réglementaire et disciplinaire dans le domaine des contrats. La Chambre de compensation des instruments financiers de Paris (CCIFP) est plus spécifiquement chargée de la gestion du marché.

(1) Loi du 22 janvier 1988 sur les bourses de valeurs

(2) Loi du 11 janvier 1985, modifiée par la loi du 31 décembre 1987

(3) Voir composition p.19

b) Le renforcement des pouvoirs de la Commission des Opérations de Bourse

La Commission des opérations de bourse a été renforcée par l'élargissement de la mission qui lui était impartie (1), l'extension de son pouvoir réglementaire (2), l'amélioration de ses pouvoirs d'enquête (3), la possibilité de saisir les autorités judiciaires (4) et enfin le renforcement de ses moyens (5).

L'organisation actuelle constitue donc un ensemble complexe, mais dont la structure ne semble pas devoir être remise en cause.

La Commission sur l'organisation des autorités du marché financier, présidée par M. Yves Le Portz (6), a d'ailleurs conclu à la nécessité de maintenir les structures actuelles, tout en précisant mieux les responsabilités respectives de chacun, en assurant l'effectivité de la régulation par un système de sanctions efficaces et une réelle concertation entre les différents intervenants, et enfin en comblant certaines lacunes.

Les dispositions du projet de loi

Le texte proposé qui s'inspire en partie des propositions du rapport de M. Le Portz (7), a pour objet :

"d'accroître la sécurité du marché par le renforcement des pouvoirs de la Commission des Opérations de Bourse, afin d'adapter le contrôle de celle-ci aux risques nouveaux d'infractions et de pratiques irrégulières qu'a entraînés le développement des marchés financiers de Paris ces dernières années"

(1) *Élargissement de la gamme des produits financiers qu'elle contrôle (lois du 13-décembre 1970, du 13 juillet 1979, et du 3 janvier 1983) ; élargissement de ses compétences à l'ensemble des marchés de valeurs mobilières, de produits financiers cotés et de contrats à terme négociables (lois des 11 juillet et 14 décembre 1985, lois du 22 janvier 1988) ; mission nouvelle de garantie de la protection de l'épargne et de l'information des investissements (loi du 11 juillet 1985).*

(2) *Loi du 14 décembre 1985 - article 31*

(3) *Loi du 22 janvier 1988 : appel à des enquêteurs extérieurs, institution du délit d'entrave à enquête, élargissement du champ de l'enquête.*

(4) *Loi du 14 décembre 1985.*

(5) *Loi de finances pour 1985 : autorisation de percevoir des redevances.*

(6) *Rapport remis en janvier 1989 à M. Pierre Bérégovoy, ministre de l'Economie et des Finances*

(7) *jugé toutefois "trop tiède" par M. Pierre Bérégovoy.*

10

Pour ce faire, il comporte trois séries de mesures :

a) Le renforcement de l'autonomie de la Commission

Celle-ci sera mieux garantie par l'élargissement du collège de la Commission, grâce à une composition faisant une plus large place à des représentants des instances professionnelles, désignées par celles-ci et non plus nommées par le Gouvernement.

Elle sera également illustrée par la disparition du Commissaire du gouvernement.

Elle sera enfin renforcée par la suppression du contrôle a priori des dépenses.

b) L'amélioration des pouvoirs de contrôle de la Commission

L'exercice des pouvoirs d'enquête de la Commission est rendu plus efficace et son champ d'application étendu.

La Commission pourra notamment avoir recours, sous l'autorité du juge, à des mesures de perquisition et de saisie et demander au juge de prendre des mesures conservatoires. Elle pourra exercer les droits réservés à la partie civile.

c) L'instauration d'un pouvoir de sanctions

Il s'agit là d'un des points forts du présent projet, en ce qu'il confère à une autorité administrative le pouvoir de prononcer des sanctions.

L'exposé des motifs souligne d'ailleurs à propos du dispositif de sanction pécuniaire :

"C'est la principale innovation du projet ; elle est indispensable à l'efficacité du renforcement des pouvoirs de contrôle de la Commission des Opérations de Bourse".

Les sanctions prévues sont de nature différente.

La Commission peut émettre des injonctions dès lors qu'une infraction aux lois et règlements est de nature à fausser le fonctionnement du marché.

Mais elle peut également prononcer des sanctions pécuniaires, dont le montant, défini dans le texte, peut atteindre des niveaux élevés.

Les propositions de votre Commission seront développées à l'occasion de l'examen de chaque article du Titre Premier.

Mais s'agissant du principe et des modalités du renforcement des pouvoirs de la Commission des Opérations des Bourses, la position de la Commission des Finances peut être brièvement résumée en deux points.

Elle est absolument favorable au renforcement de l'autonomie et des moyens de contrôle de la Commission. Seul celui-ci peut contribuer à garantir la sécurité du marché financier français et, partant, son efficacité, conditions indispensables pour qu'il reste compétitif.

Mais elle est résolument opposée à ce que la Commission puisse disposer du pouvoir de prononcer des sanctions pécuniaires.

Elle reconnaît la nécessité d'instituer un système de sanctions qui, pour être efficace, doivent être dissuasives.

Elle admet que la possibilité donnée à la Commission de prononcer directement des injonctions puisse permettre de faire cesser plus rapidement des troubles de nature à perturber profondément le fonctionnement du marché.

Mais, en aucun cas, elle n'estime que donner à la Commission des opérations de bourse la possibilité de prononcer des sanctions pécuniaires est de nature à renforcer l'efficacité de son contrôle.

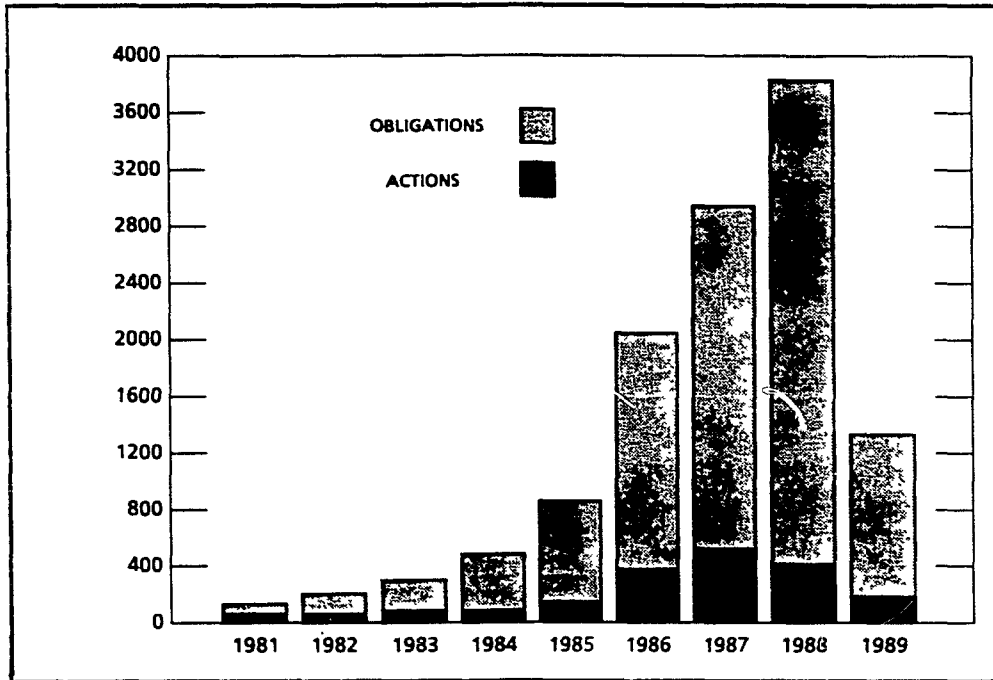
Elle considère en effet que l'ineffectivité du régime de sanctions actuel, est essentiellement dû à la longueur des délais (1) que la justice saisie met pour rendre son avis. "Déplacer" ainsi le jugement pourrait bien n'aboutir qu'à déplacer seulement les délais.

Elle considère surtout qu'une telle disposition serait formellement contraire au principe de séparation des pouvoirs, inscrit dans le droit et la pratique constitutionnelle français depuis l'origine, au respect desquelles votre Commission attache le plus grand prix.

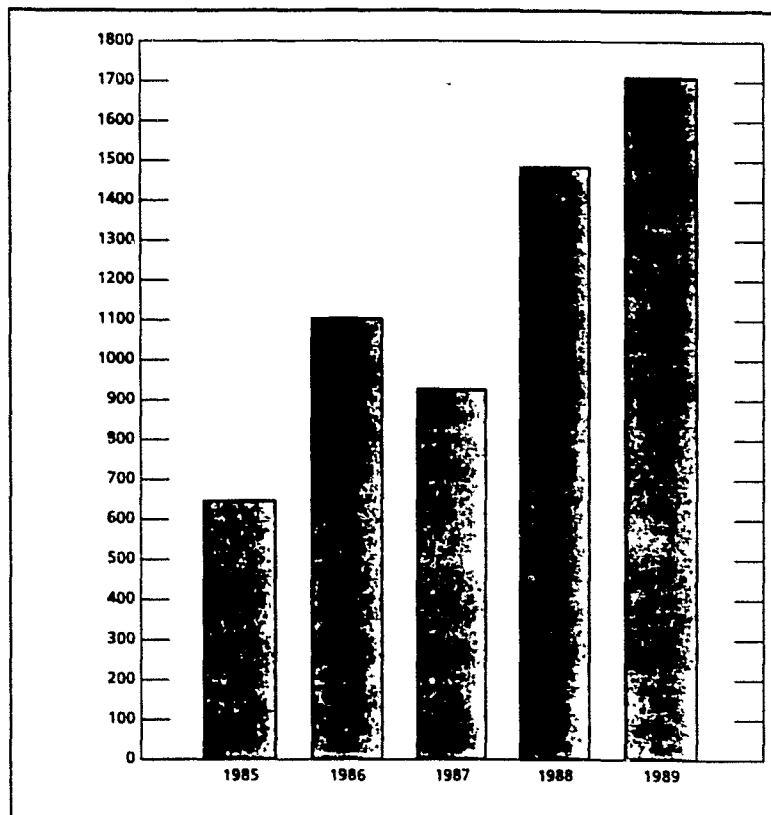
(1) Cf. annexe in fine.

EMISSIONS DE VALEURS MOBILIERES BOURSE DE PARIS (milliards de francs)

- Transactions



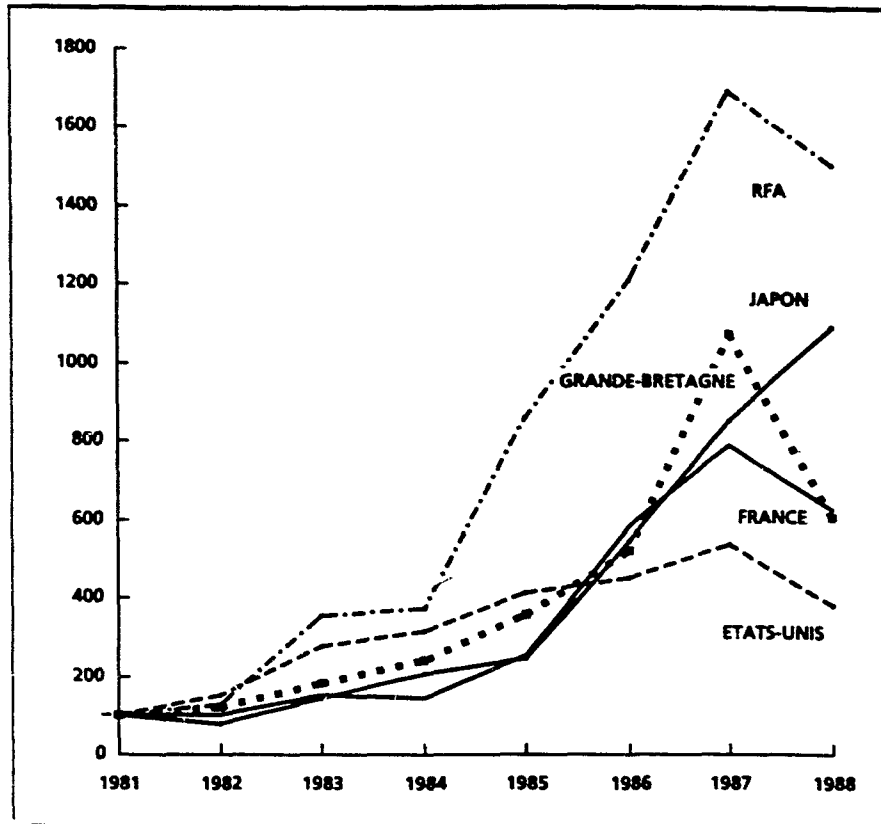
- Capitalisation



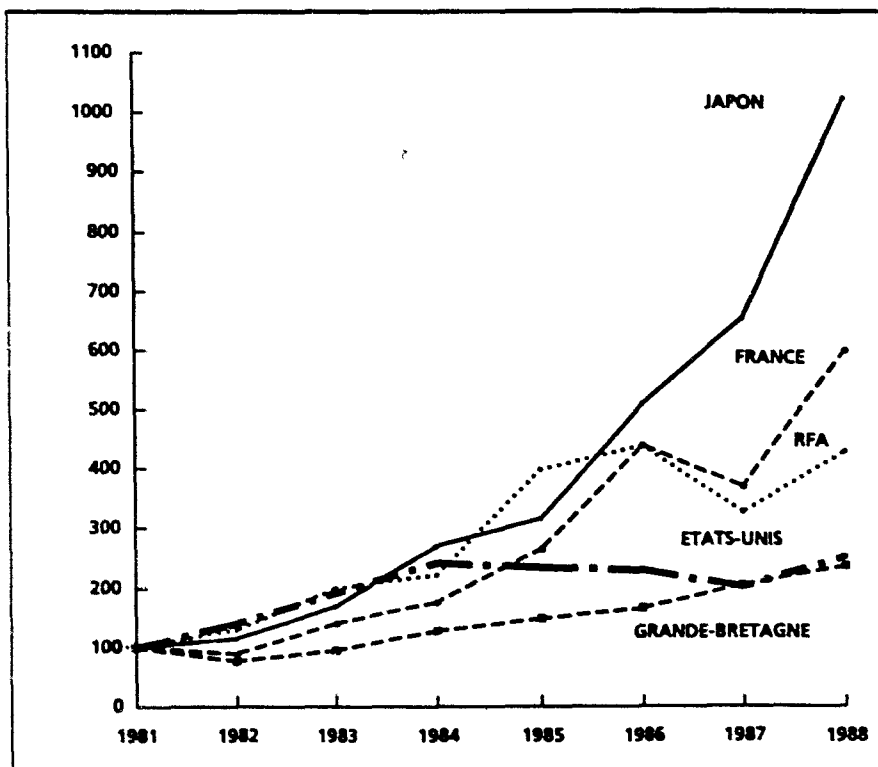
COMPARAISONS INTERNATIONALES

(Base 100 en 1981)

- Transactions sur actions

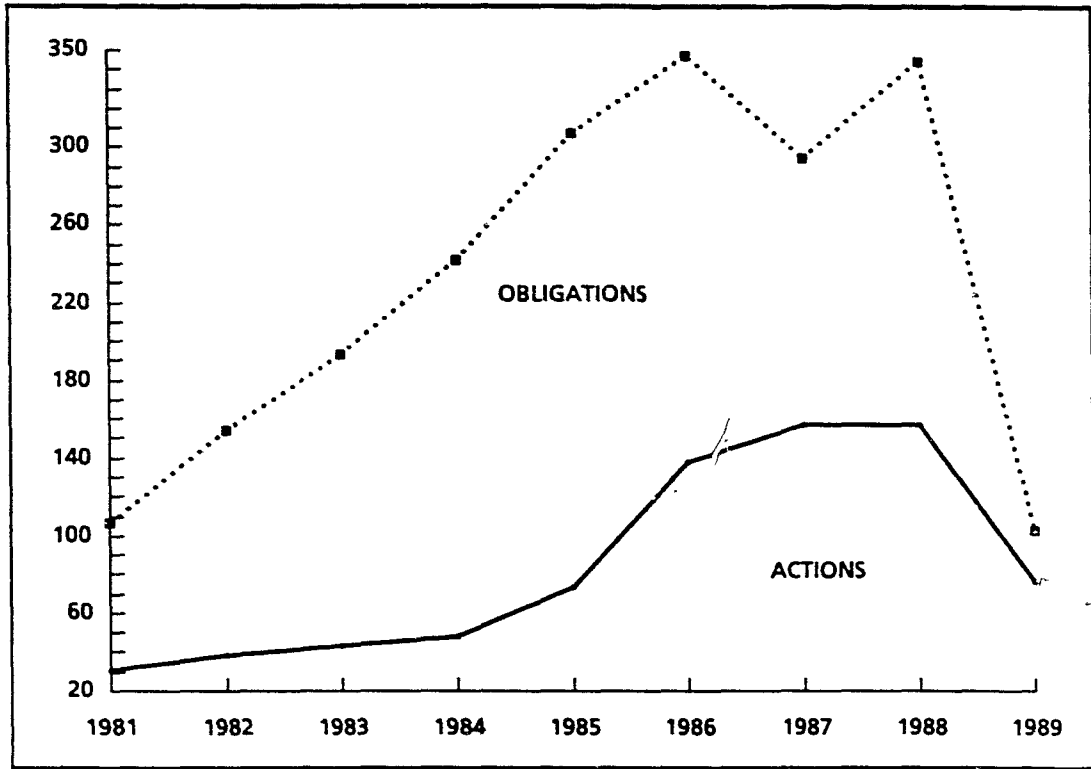


- Capitalisation

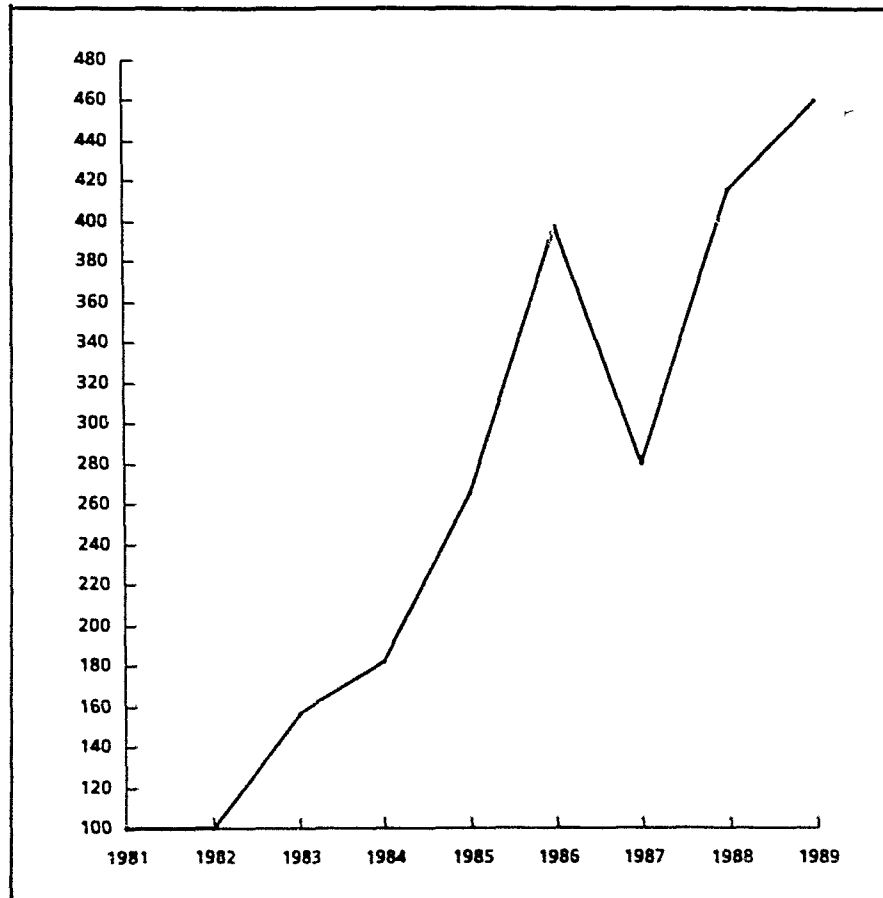


EVOLUTION DU MARCHE BOURSIER FRANCAIS DEPUIS 1981

- Emissions brutes de valeurs mobilières (actions et obligations)
(milliards de francs)



- Indice général C.A.C. (Base 100 en 1981)



Etat au 29 février 1988
des affaires transmises au Parquet
en vue de poursuites pénales
par la Commission des opérations de bourse

DATE de transmission	NOM de l'affaire	NATURE	SUITE DONNÉE par le Parquet
28-11-83	<i>Unigestion-S.G.E.-S.B.</i> Parquet de Paris	Initiés	Information en cours
27-06-84	<i>Marché obligataire</i> Parquet de Paris	Action illicite sur le marché	Information en cours
30-06-86	<i>Financière du Rosario</i> Parquet de Paris	Initiés	Information en cours
18-12-86	<i>Générale de fonderie</i> Parquet de Paris	Initiés	Information en cours
21-01-87	<i>Motobécane</i> Parquet de Paris	Initiés	Dossier classé sans suite par le Parquet
01-04-87	<i>Spie Batignolles</i> Parquet de Paris	Franchissement de seuils	Information en cours
13-04-87	<i>M. Orly (remisier)</i> Parquet de Paris	Publicité mensongère Abus de confiance	Information en cours
29-06-87	<i>Chargeurs S.A.</i> Parquet de Paris	Initiés	Dossier classé sans suite par le Parquet
12-08-87	<i>Kalamazoo</i> Parquet de Bordeaux	Appel public à l'épargne et démarchage irréguliers	Information en cours
16-08-87	<i>Slei-Rep</i> Parquet de Lyon	Franchissement de seuils	Classé sans suite par le Parquet
08-02-88	<i>C.R.I.-Sagittaire</i> Parquet de Nanterre	Appel public à l'épargne irrégulier	Enquête préliminaire en cours
03-11-87	<i>Calciphos</i> Parquet de Paris	Initiés	Enquête préliminaire en cours
08-12-87	<i>Herrickoa</i> Parquet de Bayonne	Appel public à l'épargne et démarchage irréguliers	Enquête préliminaire en cours
18-01-88	<i>Royco</i> Parquet de Paris	Appel public à l'épargne irrégulier	Information en cours

Les moyens des autorités de surveillance des marchés (année 1987)

Autorité	Source de financement	Budget en millions de francs	Nombre d'agents	Capitalisation boursière(1) en milliards de francs
Consob (Italie)	Budget de l'Etat	200	230	667
Autorité de surveillance (Danemark)	Budget de l'Etat	50	100	-
Institut monétaire luxembourgeois (Luxembourg)	Redevance perçue sur émetteurs et les banques	22	55	-
Commission bancaire belge (Belgique)	Redevance perçue sur les banques et émissions	48	150	223,3
S.I.B. (Royaume-Uni)	Contribution des 5 SRO reconnues, maisons de compensation, Bourses et firmes directement contrôlées	85	116	3.650
S.E.C. (Etats-Unis)	Budget fédéral (les redevances perçues sont reversées au budget fédéral)	721	2.000	12.800 (2)
C.O.B. (France)	Redevance sur les émissions de titres, les OPCVM et offres publiques	60	135	830,8

(1) Au 31 décembre 1987. - (2) NYSE et AMEX.

La comparaison des moyens matériels peut apporter un éclairage supplémentaire pour pondérer l'analyse des seuls moyens juridiques :

. Sur l'indépendance de l'autorité. Celle-ci est plus grande lorsque les ressources ne proviennent pas directement du budget de l'Etat. Celui-ci peut en effet constituer un fort moyen de pression. C'est le cas aux Etats-Unis.

. Sur la puissance de l'autorité. On peut à cet égard rapporter les moyens budgétaires et les moyens en personnel à la capitalisation boursière. On observe à cet égard que la Consob est particulièrement bien dotée. Les autorités des petits marchés (Danemark, Luxembourg, Belgique) sont proportionnellement mieux pourvues que les autres mais il ne faut pas oublier qu'elles ont également des compétences en matière bancaire.

Source : Marie-Claire Robert : "Les autorités boursières et leurs pouvoirs comparés". Eurépargne. Janvier 1989.

Article premier

Composition de la Commission des opérations de bourse

1° - Commentaire

a) *La composition actuelle*

• Aux termes de l'article 2 de l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967, la Commission des opérations de bourse -ou plus précisément le collège qui la représente- est composée d'un **Président** et de **quatre membres**.

Le **Président** est nommé par décret en Conseil des ministres. Les membres sont nommés par arrêté du ministre de l'économie et des finances.

Le **Président** et les membres sont nommés pour quatre ans.

Leur mandat est renouvelable une fois (1).

• **Un commissaire du Gouvernement** désigné par le ministre chargé de l'économie siège auprès de la commission des opérations de bourse.

• **Ainsi définie, la composition de la Commission des opérations de bourse ne permet pas de garantir son indépendance.**

La nomination des membres par le pouvoir exécutif, la possibilité pour le président et les membres d'être renouvelés, enfin la présence d'un commissaire du Gouvernement disposant du pouvoir de demander une deuxième délibération apparaissent en effet, à des degrés différents, de nature à compromettre ce principe essentiel.

(1) *Dans la pratique ont été généralement désignés :*

- *le président du Conseil des bourses de valeurs et de la Société des bourse françaises (autrefois syndic de la Chambre syndicale des agents de change)*
- *un dirigeant de société cotée*
- *un dirigeant de banque cotée*
- *un haut magistrat*

Au 1er juin 1989, la Commission est ainsi composée :

- *M. Gilles Brac de la Perrière, président directeur général de la Banque Pallas ; M. Régis Rousselle, président du Conseil des bourses de valeurs et de la Société des bourses françaises ; M. Jacques Bonnet de la Tour, conseiller auprès de la Direction générale de Elf-Aquitaine ; M. Pierre Bézard, conseiller à la Cour de Cassation.*

b) Les dispositions du projet de loi

L'article premier du projet modifie de façon importante l'article 2 de l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967.

Aux termes de l'exposé des motifs, le projet de loi se propose en effet de "*renforcer l'autonomie institutionnelle de la Commission des opérations de bourse*", qui sera "*garantie par la modification de la composition et du mode de la désignation du collège*".

- *La modification de la composition* est matérialisée d'une part par une **augmentation** du nombre des membres, qui passe de 4 à 7, d'autre part par un principe détaillé de **représentation** :

La commission comprendra désormais :

- **trois représentants des instances juridictionnelles**
 - . un conseiller d'Etat, désigné par le vice-président du Conseil d'Etat,
 - . un membre de la Cour de Cassation, désigné par le premier président de la Cour de Cassation,
 - . un conseiller-maître à la Cour des Comptes, désigné par le premier président de la Cour des comptes ;
- **deux représentants des organisations professionnelles du marché** ;
 - . un membre du Conseil des bourses de valeur, désigné par ce Conseil,
 - . un membre du Conseil des Marchés à terme, désigné par ce conseil,
- **un représentant de la Banque de France**, désigné par le Gouverneur.
- **une personnalité compétente**, choisie par les six autres membres et le président.

- *Le mode de désignation* ne fait donc plus intervenir le pouvoir exécutif que pour le seul président, qui reste nommé par décret.

Les autres membres sont respectivement désignés par les instances qu'ils représentent.

- En outre, le mandat du Président, nommé pour six ans, n'est pas renouvelable. Ceci afin de mieux garantir l'autonomie et l'indépendance de l'exercice de sa mission.

- Enfin, le projet de loi initial prévoyait la diminution des pouvoirs du **Commissaire du Gouvernement**. La faculté qui lui était jusque là, accordée de "*provoquer, dans les quatre jours d'une délibération de la Commission, une deuxième délibération*", a donc été supprimée.

Allant plus loin, l'Assemblée nationale a souhaité que soit effectivement "coupé le cordon ombilical" entre l'Administration et la Commission.

La présence d'un Commissaire du Gouvernement auprès de la Commission a donc été supprimée (1).

Composition du Conseil du marché à terme (Décret n° 88-134 au 10 janvier 1988)

Dix-sept membres nommés, pour une durée de trois ans, par arrêté du ministre chargé de l'économie et des finances :

Quatre dirigeants de sociétés de bourse, sur proposition du Conseil des bourses de valeurs ;

Quatre dirigeants d'établissements de crédit, sur proposition de l'Association française des établissements de crédit ;

Deux dirigeants de compagnies d'assurances, sur proposition de la Fédération française des sociétés d'assurances ;

Un agent du marché interbancaire, sur proposition de l'Association professionnelle des agents des marchés interbancaires ;

Deux représentants des entreprises industrielles et commerciales, sur proposition du Conseil national du patronat français ;

Un commissaire agréé près la Bourse de commerce de Paris et un courtier assermenté agréé, sur proposition de leurs organisations professionnelles ;

Deux personnalités qualifiées ;

Un commissaire du Gouvernement nommé par le ministre chargé de l'économie, siège auprès du Conseil du marché à terme.

(1) Amendement de MM. d'Ornano, Auberger et Gilbert Gantier accepté par la Commission des Finances, Assemblée nationale, 2e séance du 18 avril 1989.

Composition du Conseil des bourses de valeurs
(article 5 de la loi du 22 janvier 1988
sur les bourses de valeurs)

- Dix membres élus par les sociétés de bourse,
- Un représentant des sociétés émettrices de valeurs mobilières admises à la négociation par le Conseil,
- Un représentant des personnels employés par les sociétés de bourse et par la société des bourses françaises,
- Un commissaire du Gouvernement nommé par le ministre chargé de l'Economie, siège auprès du Conseil des bourses de valeurs.

Composition de la Commission bancaire
(article 38 de la loi du 24 janvier 1984 relative à l'activité
et au contrôle des établissements de crédit)

- Le Gouverneur de la Banque de France ou son représentant,
- Le Directeur du Trésor, ou son représentant,
- Quatre membres, ou leurs suppléants, nommés par arrêté du ministre chargé de l'économie et des finances pour une durée de six ans, soit :
 - Un conseiller d'Etat, proposé par le Vice-président du Conseil d'Etat,
 - Un conseiller à la Cour de cassation, proposé par le Premier président de la Cour de cassation,
 - Deux membres, choisis en raison de leur compétence en matière bancaire et financière.

Composition des homologues anglo-saxons

Securities and Exchange Commission (E.U.) :

- 5 membres dont trois au plus peuvent appartenir au même parti politique,
- nommés pour 5 ans, après accord préalable du Sénat, par le Président des Etats-Unis. Celui-ci désigne en outre le Président de la S.E.C.,

Security and Investment Board (G.B.) :

- membres nommés par le Department of Trade and Industry, la Banque d'Angleterre et les opérateurs professionnels.

2° - Décision de votre Commission

Votre Commission se félicite de l'élargissement de la composition du collège de la Commission des opérations de bourse, qui permet d'assurer une meilleure représentation des parties concernées par l'organisation, le fonctionnement et le contrôle du marché.

La présence de membres représentant les autorités juridictionnelles est justifiée par l'attribution de nouveaux pouvoirs de nature juridictionnelle à la Commission des opérations de bourse.

La représentation des organisations professionnelles du marché contribue à garantir l'harmonisation et la concertation nécessaires à l'efficacité du fonctionnement et du contrôle du marché.

La présence d'un représentant de la Banque de France s'inscrit également dans ce dernier objectif d'information mutuelle et de consultation réciproque entre autorités de marché et organisations professionnelles.

a) La représentation des personnalités compétentes

Il reste que cette représentation n'est pas parfaite, en ce qu'elle méconnaît celle des organismes émetteurs. Or, dans le domaine de compétences imparties à la Commission des opérations de bourse, les organismes émetteurs jouent un rôle essentiel.

En effet, aux termes de l'article 1 de l'ordonnance du 28 septembre 1967, la Commission des opérations de bourse est :

"chargée de veiller à la protection de l'épargne investie en valeurs mobilières et en tous autres placements donnant lieu à appel public à l'épargne, à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés de valeurs mobilières, de produits financiers cotés ou de contrats à terme négociables".

Or, dans le nouveau collège défini par le projet de loi, la représentation des organismes émetteurs n'est pas assurée

Sauf à considérer que le membre représentant le Conseil des bourses de valeurs sera justement le "représentant des sociétés de valeurs mobilières admises à la négociation" dont la présence est de droit au sein de cet organisme ; ou que "la personnalité choisie en raison de sa compétence" prévue dans le projet de loi devra nécessairement représenter les organismes émetteurs. Dans ce cas ne seront représentés ni les épargnants, ni les consommateurs.

Il apparaît donc souhaitable à votre Commission de proposer la présence à la Commission des opérations de bourse de deux *"personnalités choisies en raison de leur compétence et de leur expérience en matière d'appel public à l'épargne"*.

La formulation proposée permet en effet de viser à la fois la représentation des organismes émetteurs -sociétés cotées ou non- et celle des épargnants et des consommateurs, dès lors que les membres du collège amenés à choisir le jugeront à la fois nécessaire et surtout possible.

b) La limite d'âge

La possibilité de faire appel à des "personnalités choisies en raison de leur compétence et de leur expérience" doit pouvoir être utilisée de façon efficace. L'application d'une limite d'âge ne paraît donc pas souhaitable, dès lors qu'elle est de nature à écarter des personnes dont la compétence et l'expérience, jointes à une grande liberté d'emploi de leur temps, seraient précieuses.

C'est la raison pour laquelle votre Commission vous propose de supprimer le principe général d'une limite d'âge à soixante-cinq ans. La limite d'âge a de plus l'inconvénient de jouer de façon aléatoire. A un jour près, une personne peut être éliminée, une autre acceptée.

d) Les modalités de fonctionnement de la Commission

• Les pouvoirs délégués au Président

Le sixième alinéa du texte proposé pour remplacer l'article 2 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 propose de déléguer au président de la Commission :

- le "pouvoir de viser les documents prévus à l'article 7",
- et celui d'"agréeer les organismes de placement collectif en valeur mobilière et les gérants de portefeuille".

L'article 7 de l'ordonnance de 1967 soumet au "visa préalable" de la Commission des opérations de bourse "les projets de documents" définis à l'article 6, c'est-à-dire les notes d'information des sociétés qui font appel public à l'épargne (1).

Or, cet article ne couvre pas la totalité des informations soumises au visa de la Commission des opérations de bourse. Certaines le sont en effet en vertu du règlement de la Commission. Il s'agit notamment des notes fournies par les sociétés concernées par une offre publique d'achat ou d'échange (2). Celles-ci seront appelées à se développer avec l'entrée en vigueur du présent projet de loi.

(1) Article 6 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 :

"Toute société qui fait publiquement appel à l'épargne pour émettre des valeurs mobilières doit au préalable publier 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.

Avant l'admission à la cote officielle des bourses de valeurs d'actions et d'obligations, l'impression du même document est également obligatoire".

(2) Décision générale de la Commission des opérations de bourse relative aux offres publiques d'achat et d'échange, en date du 25 juillet 1978, modifiée par les règlements n° 86-01 du 13 mars 1986 et 88-01 du 12 avril 1988.

Il est donc apparu nécessaire que cette possibilité de délégation, qui correspond au souci justifié d'améliorer l'efficacité et la rapidité des décisions, couvre l'ensemble des informations soumises à la Commission des opérations de bourse en vertu d'une disposition législative ou réglementaire, et non pas seulement les seules informations définies à l'article 7 de la présente loi.

• La délégation à un représentant du président

Les missions confiées par délégation au président représentent, compte tenu de l'évolution rapide du nombre de visas délivrés par la COB (un peu plus de 200 en 1982, 500 en 1987) un accroissement important de sa charge de travail.

Il apparaît donc souhaitable que cette délégation puisse être étendue par la Commission à un de ses représentants, qui serait désigné par elle.

Evolution des délivrances de visas

	Nombre total de visas délivrés	dont			
		émissions d'actions contre espèces	émissions d'emprunts obligataires	émissions d'obligations à bons de souscription d'avis	offres publiques d'achat ou d'échange
1982	218	77	120	-	8
1983	339	124	173	3	9
1984	315	99	141	20	6
1985	435	115	216	21	15
1986	460	167	185	25	20
1987	494	172	162	29	17

• La possibilité de siéger en sections

Plus généralement, l'extension des missions confiées à la Commission des opérations de bourse par le présent projet de loi -élargissement des pouvoirs d'enquête, institution de pouvoirs de sanction- jointe au développement prévisible des opérations sur le marché soumises à son contrôle d'une part et l'augmentation du nombre des membres de la Commission, étant entendu qu'ils n'assurent pas nécessairement leur fonction à plein temps, d'autre part, ont conduit votre Commission à prévoir la possibilité, pour la Commission, de siéger soit en formation plénière, soit en sections.

c) La présence d'un Commissaire du Gouvernement

Pour assurer l'efficacité de l'organisation, du fonctionnement et du contrôle du marché, il apparaît souhaitable **d'assurer la concertation la plus large entre les autorités publiques compétentes et les organisations professionnelles du marché.**

Or le ministre de l'économie dispose d'une compétence générale en matière financière.

Il apparaît donc difficile d'exclure totalement de la Commission des opérations de bourse la représentation du ministère chargé de l'économie.

Certes, l'indépendance de la Commission des opérations de bourse est une priorité que votre Commission entend absolument garantir et préserver.

Toutefois, l'indépendance ne doit pas se confondre avec l'isolement.

En outre, les textes relatifs aux organisations professionnelles du marché -Conseil des bourses de valeurs (1) et Conseil du marché à terme (2)- prévoient la présence d'un Commissaire du Gouvernement.

Certes, on pourrait considérer que les représentants du Conseil des bourses de valeurs et du Conseil des marchés à terme, membres du collège de la Commission des opérations de bourse, pourront y faire valoir le point de vue du Commissaire du Gouvernement qui siège auprès de leurs Conseils respectifs (et réciproquement).

Mais ceci risque d'aboutir à un allongement inutile des circuits d'information, contraire à l'objectif d'efficacité recherché par le projet de loi.

Il apparaît donc raisonnable à votre Commission de préférer le **maintien du Commissaire du Gouvernement**. Celui-ci n'aurait pas la possibilité de demander une deuxième délibération, conformément au projet de texte initial.

(1) Article 5 de la loi du 22 janvier 1988 sur les bourses de valeur (alinéa 1).

(2) Article 5 de la loi du 28 mars 1885 sur les marchés à terme (alinéa 4).

Dans les deux cas, le Commissaire du Gouvernement a la faculté de demander une deuxième délibération dans des conditions déterminées par décret.

e) La représentation de la COB auprès des autorités professionnelles du marché

Conformément à la logique qui vient d'être décrite, la concertation et la coordination des autorités publiques et des organisations professionnelles du marché, nécessaire pour garantir l'efficacité de son fonctionnement, impliquent également la présence réciproque d'un représentant de la Commission des opérations de bourse auprès du Conseil des bourses de valeurs et du Conseil du marché à terme.

Cette présence est en outre justifiée par le fait que les articles 21 et 24 du présent projet de loi confèrent à la Commission des opérations de bourse le pouvoir de demander au Conseil des bourses de valeurs et au Conseil du marché à terme une deuxième délibération en matière disciplinaire.

A l'évidence, l'application de cette disposition sera facilitée et en tout cas accélérée par la présence d'un représentant de la Commission des opérations de bourse au sein de chacun de ces organismes.

f) Le secret professionnel

Aux termes de l'article 5 de l'ordonnance du 28 septembre 1967,

"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".

Cette disposition revêt un caractère essentiel en ce qu'elle garantit l'indépendance et l'efficacité des pouvoirs de la Commission des opérations de bourse, notamment en matière de contrôle et d'enquête.

Votre Commission a donc estimé nécessaire de préciser que le respect de ce principe incombe également au Président de la Commission, dès lors que la nouvelle rédaction de l'article 2 distingue clairement les membres et le Président.

De la même façon, il lui a paru souhaitable de soumettre également le commissaire du Gouvernement au respect de ce principe (1).

Une telle disposition ne s'oppose pas à la circulation de l'information nécessaire pour assurer la concertation et la coordination indispensable à l'efficacité de l'organisation et du contrôle du marché -ce type d'information ne relève pas du secret professionnel.

Si tel était le cas, la présence à la Commission d'un membre du Conseil des bourses de valeur, également astreint au secret professionnel (2), serait également dénuée de sens.

Il s'agit plutôt de conforter l'indépendance de la Commission des opérations de bourse. La présence d'un commissaire du Gouvernement est justifiée par la nécessité de garantir la coordination et la concertation des autorités chargées, à des degrés divers, d'organiser et de contrôler le marché. Elle ne doit pas se traduire par la transmission au ministre d'informations relevant strictement du secret professionnel, liées par exemple au déroulement d'une enquête en cours (3).

(1) En effet, lors de l'enquête effectuée par la Commission des opérations de bourse sur l'affaire Péchiney-American Can, le Garde des Sceaux, répondant à une demande du Président de la République, avait estimé que le commissaire du Gouvernement auprès de la Commission -n'étant pas membre- n'était pas soumis au secret professionnel.

(2) Article 5 de la loi du 22 janvier 1988 sur les bourses de valeurs.

(3) Ainsi, il n'est pas justifiable que la décision de publier le rapport d'une enquête de la COB puisse être prise par le seul ministre de l'Économie à qui son commissaire du Gouvernement a transmis le dossier, alors même que cette décision ne relève pas de la Commission elle-même. Tel a été le cas pour l'enquête Péchiney-American Can en janvier 1989.

Texte des amendements

Amendement

Dans le premier alinéa du texte proposé par cet article pour l'article 2 de l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967, remplacer le mot "sept" par le mot "huit".

Amendement

Dans le troisième alinéa du texte proposé par cet article pour l'article 2 de l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967, remplacer les mots :

"une personnalité choisie en raison de sa compétence"

par les mots :

"deux personnalités choisies en raison de leur compétence et de leur expérience en matière d'appel public à l'épargne"

Amendement

Supprimer le quatrième alinéa du texte proposé par cet article pour l'article 2 de l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967 précitée.

Amendement

Dans le sixième alinéa du texte proposé par cet article pour l'article 2 de l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967, avant les mots :

"le président a voix prépondérante"

insérer les mots :

"En cas de partage des voix, celle du président est prépondérante,"

Amendement

Dans le sixième alinéa du texte proposé par cet article pour l'article 2 de l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967, après les mots :

"peut déléguer au Président"

insérer les mots :

"ou à son représentant, membre de la Commission"

Amendement

Dans le sixième alinéa du texte proposé par cet article pour l'article 2 de l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967, remplacer les mots :

"les documents prévus à l'article 7"

par les mots :

"les documents qui lui sont soumis en vertu d'une disposition légale ou réglementaire"

Amendement

Compléter le texte proposé par cet article pour l'article 2 de l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967 par un alinéa ainsi rédigé :

"La Commission peut siéger soit en formation plénière, soit en sections."

Amendement

Compléter le texte proposé par cet article pour l'article 2 de l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967 par un alinéa ainsi rédigé :

"Un commissaire du Gouvernement, désigné par le ministre chargé de l'économie, siège auprès de la Commission."

Amendement

Après l'article 1, insérer un article additionnel ainsi rédigé :

Il est inséré, après l'article 2 de l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967 précitée, un article 2 bis ainsi rédigé :

"Art. 2 bis.- Un représentant de la Commission des opérations de bourse désigné par le président siège auprès du Conseil des bourses de valeurs et du Conseil du marché à terme, avec voix consultative."

Amendement

Après l'article 1, insérer un article additionnel ainsi rédigé :

Au début du cinquième alinéa de l'article 5 de l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967 précitée, les mots :

"Les membres et les agents de la Commission"

sont remplacés par les mots :

"Le président, les membres, les agents de la Commission ainsi que le commissaire du Gouvernement"

Article 2

Recours à des expertises, droit de communication et pouvoirs d'enquête de la Commission des opérations de bourse

1° - Commentaire

a) Le régime actuel

o Aux termes de l'article 5 B de l'ordonnance du 28 septembre 1967, la décision de déclencher une enquête exige une "délibération particulière" du collège.

"Afin d'assurer l'exécution de sa mission, la Commission des opérations de bourse peut, par une délibération particulière, charger des agents habilités de procéder à des enquêtes ..."

La nécessité d'une "délibération particulière" du collège constitue une procédure lourde. Elle exige en principe la réunion du collège, celle-ci n'intervenant que tous les quinze jours en application d'une décision interne (1). Elle suppose en tous cas que la décision soit prise collégalement.

Or un certain nombre d'anomalies apparentes ne recouvrent, dans la majorité des cas, aucun comportement frauduleux.

La Commission ne peut trancher ce point sans demander l'autorisation du collège. Selon M. Jean Farge, président de la Commission des Opérations de Bourse, cette procédure, à la fois lente et lourde, confère à l'enquête un caractère de "bombe atomique" (2) qui pèse sur l'efficacité de son utilisation (3)

(1) De fait, le déclenchement de l'enquête Société Générale a été décidé après un contact téléphonique avec chacun des membres du collège.

(2) Voir le rapport de M. Roger Chinaud au nom de la Commission de contrôle sur l'action des organismes publics ayant trait à des opérations financières portant sur le capital des sociétés privatisées (n° 265 Sénat -seconde session ordinaire 1988-1989)

(3) En 1987, sur décision de la Commission, le service de l'Inspection a entrepris 97 enquêtes (contre 69 en 1986, 33 en 1985). Outre des enquêtes habituelles concernant le respect des dispositions légales et réglementaires en matière boursière, certaines enquêtes ont répondu à des objectifs particuliers (contrôle de la régularité des opérations de privatisation, respect de délais de priorité ouverts aux actionnaires, analyse du comportement du marché lors de la crise boursière en octobre et novembre 1987).

Indépendamment d'un nombre considérable de plaintes émanant d'épargnants et concernant le fonctionnement du marché boursier et les relations avec les intermédiaires financiers, le service de l'Inspection a étudié, sur la demande du service juridique, 111 dossiers portant sur des évolutions de marché ou des pratiques boursières.

o La Commission charge des agents habilités de procéder à ces enquêtes. L'habilitation est délivrée nommément et sur un ordre de mission précis établi pour une durée déterminée par le Président de la Commission dans des conditions fixées par décret (1).

o Les articles 5 A et 5 B actuels définissent de manière limitatif le champ de l'enquête. Seuls peuvent faire l'objet d'une enquête :

- les sociétés faisant appel public à l'épargne (art. 5 A)
- les sociétés mères ou filiales de ces sociétés (art. 5 B)
- les établissements de crédit (art. 5 A)
- les intermédiaires en opérations de banque (art. 5 A)
- les sociétés de bourse (art. 5 A)
- les sociétés de gestion et les dépositaires de fonds communs de placement ou de fonds communs de créances (art. 5 A)
- les personnes qui, "en raison de leur activité professionnelle apportent leur concours à des opérations sur valeurs mobilières, ou sur des produits financiers cotés, ou sur des contrats cotés à terme négociables, ou assurent la gestion de portefeuilles de titres" (art. 5 A).
- les tiers qui ont accompli des opérations pour le compte des émetteurs de valeurs, produits ou contrats sur lesquels porte l'enquête, ou pour le compte de personnes intervenant sur les marchés placés sous le contrôle de la Commission (art. 5)

(1) Décret n° 88-152 du 16 février 1988.

Les personnes susceptibles d'être habilitées sont les magistrats, les fonctionnaires de catégorie A, ou de catégorie B avec cinq ans d'ancienneté, certains agents contractuels de la COB, les cadres, rédacteurs et comptables de la Banque de France et les experts inscrits sur les listes de la Cour de Cassation ou des cours d'appel.

b) Les dispositions du projet de loi

L'article 2 du projet de loi, qui remplace les articles 5 A et 5 B de l'ordonnance du 28 septembre 1967, supprime un certain nombre de limitations aux pouvoirs d'enquête de la Commission, et contribue à leur renforcement.

o Instauration de mesures d'"investigation approfondie"

Le texte proposé pour le nouvel article 5 A ouvre à la Commission la possibilité, **sans recourir nécessairement à une enquête**, de faire procéder à des **"analyses complémentaires ou à des vérifications"**

"Art. 5 A. - La Commission peut demander aux commissaires aux comptes des sociétés faisant appel public à l'épargne ou à un expert inscrit sur une liste d'experts judiciaires de procéder auprès des personnes mentionnées à l'article 4-1 à toute analyse complémentaire ou vérification qui lui paraîtrait nécessaire. Les frais et honoraires sont à la charge de la Commission."

La Commission dispose ainsi d'un nouveau pouvoir "d'investigation approfondie" -ou "d'enquête préliminaire"- qui pourra intervenir dès que la cellule de surveillance du marché, qui effectue quotidiennement un contrôle "normal" du marché, détecte une anomalie.

Il s'agit donc d'une amélioration essentielle par rapport à la situation antérieure, qui ne laissait recours en cas de "présomption d'anomalie" qu'à l'enquête pour toute information supplémentaire.

Les nouveaux pouvoirs restent toutefois encadrés :

- Ils ne peuvent être exercés que *"pour les nécessités de l'enquête"*
- Ils ne peuvent être exercés que *par les commissaires aux comptes des sociétés faisant appel public à l'épargne, ou par un expert inscrit sur une liste d'experts judiciaires.*

- Ils ne peuvent s'exercer que sur les *personnes limitativement énumérées* à l'article 4-1 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 (1).

- La procédure ne peut être *mise en oeuvre que par le collège de la Commission*.

o Elargissement des pouvoirs d'enquête

- Disparition de la délibération particulière du collège pour la décision de déclenchement de l'enquête

Le nouveau texte proposé dispose :

"Afin d'assurer l'exécution de sa mission, la Commission des Opérations de Bourse dispose d'enquêteurs habilités par le Président selon des modalités fixées par décret en Conseil d'Etat".

Aux termes de cette formulation très générale, la décision d'enquête peut désormais intervenir dès qu'il y a lieu "d'assurer l'exécution de la mission" impartie à la Commission.

La disparition de l'exigence d'une délibération particulière apporte un assouplissement important de nature à favoriser l'efficacité du pouvoir d'enquête de la Commission.

Il convient de s'en féliciter.

Toutefois, il apparaît souhaitable qu'un texte d'application, ou une décision du collège de la Commission, précise les modalités pratiques de la décision d'enquête, qui ne sont plus aucunement définies par le présent projet de texte (2).

- Extension du champ de l'enquête

L'énumération limitative des personnes et sociétés auprès desquelles les agents habilités peuvent enquêter disparaît. Le champ des enquêtes de la Commission des opérations de bourse est désormais défini par ses missions, ce qui l'élargit considérablement.

(1) soit :

. les personnes faisant appel publiquement à l'épargne,
. les personnes qui, à raison de leur activité professionnelle, interviennent dans des opérations sur des titres placées par appel public à l'épargne ou assurant la gestion individuelle ou collective de portefeuilles de titres.

(2) Sauf à considérer que la seule habilitation donnée par le Président, par ordre de mission nominatif établi pour une durée déterminée, équivaut à une décision d'enquête.

En effet, au terme des modifications apportées à l'ordonnance de 1967, la Commission veille désormais à l'information de tout investisseur dans ces différents produits et à la protection de l'épargne dans tout placement donnant lieu appel public à l'épargne (1)

Il en résulte que la Commission pourra élargir ses enquêtes à tout intermédiaire financier intervenant sur un placement faisant appel public à l'épargne, ou tout organisme de compensation.

- Extension des pouvoirs des enquêteurs

Outre la communication de documents et l'accès aux locaux à usage professionnel, conservés dans le projet de texte, les enquêteurs habilités peuvent "convoquer et entendre toute personne susceptible de leur fournir des informations" (2).

Il s'agit d'un renforcement important des pouvoirs des enquêteurs, étant entendu que ces pouvoirs ne doivent être exercés que "pour les nécessités de l'enquête".

2° - Décision de la Commission

Sous réserve des observations portant sur la suppression totale d'une définition des modalités de déclenchement de l'enquête, votre Commission vous propose d'adopter sans modification cet article qui contribue de façon très positive à améliorer les pouvoirs d'information et de contrôle de la Commission des opérations de bourse.

(1) la Commission des Opérations de Bourse était chargée à l'origine de veiller à l'information donnée par les sociétés aux porteurs de valeurs mobilières et au bon fonctionnement du marché financier.

Ce contrôle a été étendu aux parts de sociétés civiles de placement immobilier (loi du 23 décembre 1970), aux parts des fonds communs de placement (loi du 13 juillet 1979), aux placements en biens divers (loi du 3 janvier 1983).

La loi du 11 juillet 1985, complétée par la loi du 14 décembre 1985, a ajouté au contrôle du marché financier celui des valeurs mobilières, des produits financiers cotés (options négociables) et des contrats à terme négociables

Ne sont pas soumis au contrôle de la Commission les marchés d'instruments créés en représentation des opérations de banque, ou de bons ou billets à court terme négociables, visés par l'article 1er et le 4° de l'article 12 de la loi du 24 janvier 1984, et les marchés placés sous la surveillance de la Banque de France. (marchés bancaires).

(2) La possibilité d'entendre, qui seule rend la convocation opérante, a été précisée par l'Assemblée nationale.

Article 3

Coopération de la Commission des opérations de bourse avec ses homologues étrangers

1° - Commentaire

a) *Le régime actuel*

Actuellement, la coopération entre la Commission des Opérations de Bourse et les autorités étrangères disposant de compétences homologues ne porte que sur la communication d'informations.

Cette communication ne peut bénéficier que :

- aux autorités des autres Etats membres des communautés européennes, exerçant des compétences analogues et astreintes aux mêmes obligations de secret professionnel

- aux autorités des autres Etats, sous réserve des mêmes conditions, auxquelles s'ajoute la réciprocité.

b) *Les dispositions du projet de loi*

o La coopération sera désormais étendue à la conduite d'enquêtes, sur la demande de ces autorités étrangères.

Quoi qu'il ne soit pas plus précisément défini, il semble que le terme "autorités exerçant des compétences analogues", ne recouvre que les autorités publiques, et non les organisations professionnelles privées (1).

(1) Pour les principaux pays ces autorités publiques de marché sont les suivantes :

o Etats-Unis :

- la Security and Exchange Commission (S.E.C.), autorité de régulation du marché des valeurs mobilières,

- la Commodities and Future Trading Commission (C.F.T.C.), autorité de régulation des marchés à terme de marchandises et de produits financiers.

o Grande-Bretagne :

- le Security and Investment Board (S.I.B.)

o Italie :

- la Commission Nationale pour les Sociétés et la Bourse (C.O.N.S.O.B.)

o Espagne :

- la Commission Nationale du Marché Financier (C.N.M.V.)

o Allemagne fédérale, Belgique, Danemark :

- les autorités bancaires.

o Cette extension de la coopération conduit à l'**encadrer plus précisément.**

La demande d'assistance sera donc refusée dans trois cas :

- lorsqu'une procédure pénale est engagée sur la base des mêmes faits

- si une sanction est déjà intervenue

- lorsque la souveraineté, la sécurité, l'ordre public ou les intérêts économiques essentiels de la France sont concernés.

o Les affaires ayant défrayé depuis l'automne la chronique de la place de Paris ont souligné l'importance des conditions de la coopération entre la Commission française des opérations de bourse et ses homologues étrangers.

A l'évidence, les modalités et les conséquences de la délocalisation et de l'internationalisation des marchés requièrent une adaptation des mesures de contrôle et du système des sanctions qui leur sont applicables.

Seule, cette adaptation permettra d'assurer efficacement la protection des épargnes nationales, le respect des règles du marché et la réputation des places financières.

Votre Commission se félicite donc de l'amélioration ainsi apportée à la coopération entre les différents pays.

Elle formule toutefois deux observations :

La première concerne la définition des "autorités étrangères exerçant des compétences analogues.

Votre Commission estime que ce terme mériterait d'être précisé. Les organisations professionnelles privées du marché doivent être exclues du bénéfice de cette coopération, même si elles exercent des compétences analogues.

En revanche, les autorités bancaires, dès lors qu'elles exercent des compétences analogues, doivent être concernées par ces dispositions. Ceci vise notamment le cas de la R.F.A., de la Belgique et du Danemark

La deuxième a trait aux exceptions posées au principe de coopération.

Les deux premiers cas de refus de coopération -procédure pénale engagée, sanction déjà intervenue- sont conformes au respect du principe "*non bis in idem*".

En revanche, il n'apparaît pas convenable que la Commission des opérations de bourse puisse elle-même apprécier "la souveraineté, la sécurité, les intérêts économiques essentiels ou l'ordre public français".

A l'évidence, une telle décision relève du Gouvernement.

Cette réserve importante justifie encore, s'il en était besoin, la présence d'un Commissaire du Gouvernement auprès de la Commission des opérations de bourse. Celui-ci semble en effet, le plus désigné pour refuser, au nom du Gouvernement, qu'il soit donné suite à une demande d'enquête qui porterait atteinte à "la souveraineté, la sécurité, les intérêts économiques essentiels ou l'ordre public français".

2° - Décision de votre Commission

Sous le bénéfice de ces observations, votre commission vous propose d'adopter cet article sans modification.

Article 4

Droit de visite et de saisie des enquêteurs de la Commission des opérations de bourse.

1° - Commentaire

a) Le régime actuel

Actuellement, la Commission des opérations de bourse ne dispose pas d'un pouvoir autonome de faire procéder à des visites et des perquisitions.

En effet, le déclenchement d'une enquête judiciaire sur des affaires relevant de son domaine de compétence est réservé au ministère public.

Dès lors que l'enquête judiciaire est ouverte, la Commission ne peut plus elle-même conduire d'enquête.

b) Les dispositions du projet de loi

Le projet de texte accroît les **pouvoirs d'investigation** des enquêteurs de la Commission. Il leur confère en effet directement le pouvoir de procéder à des **perquisitions** et à des **saisies de documents**.

Ces pouvoirs sont accordés aux enquêteurs, à la demande de la Commission, par le président du tribunal de grande instance dans le ressort duquel se situeraient les saisies et les perquisitions.

Ce nouveau pouvoir ainsi attribué aux enquêteurs habilités de la Commission des opérations de bourse est similaire à celui des enquêteurs du Conseil de la concurrence (1). Le dispositif est calqué sur le dispositif de visite en matière fiscale. (2)

(1) *Droit de perquisition sous le contrôle du juge judiciaire : article 48 de l'ordonnance du 1er décembre 1986 relative à la liberté des prix et à la concurrence.*

(2) *article 94 de la loi du 29 décembre 1984 portant loi de finances pour 1985. Reconnu conforme à la Constitution par la décision du Conseil Constitutionnel du 29 décembre 1984.*

La procédure n'est utilisable que pour la recherche des délits boursiers définis aux articles 10-1 et 10-3 de l'ordonnance du 28 septembre 1967.(1)

2° - Décision de la Commission

Cet article améliore l'efficacité des pouvoirs d'enquête de la Commission des opérations de bourse. Il permettra notamment à la Commission de transmettre au Parquet un dossier plus complet et mieux argumenté.

Votre Commission vous propose de l'adopter sans modification.

(1) délit d'initié (étendu par l'article 7 du présent projet de loi) ; délit de fausse information ; délit de manipulation de cours.

Article 5

Séquestre et consignations judiciaires Pouvoirs d'injonction de la Commission des opérations de bourse Pouvoirs de sanctions pécuniaires de la Commission des opérations de bourse

1° - Commentaire

Cet article comporte trois dispositions de nature et de portée différentes

La première définit les modalités des mesures conservatoires judiciaires.

La deuxième confère un pouvoir d'injonction direct à la Commission des Opérations de Bourse.

La troisième lui attribue un pouvoir nouveau de prononcer des sanctions pécuniaires.

a) Le régime actuel

Aux termes de l'article 4-2 de l'ordonnance du 28 septembre 1967, modifié par la loi du 14 décembre 1985, le président de la Commission peut demander au juge judiciaire de prendre des mesures d'urgence.

"Lorsqu'une pratique contraire aux dispositions législatives ou réglementaires est de nature à porter atteinte aux droits des épargnants", le président de la commission peut demander en justice qu'il soit ordonné à la personne qui en est responsable de se conformer à ces dispositions, de mettre fin à l'irrégularité ou d'en supprimer les effets".

La demande est portée devant le président du tribunal de grande instance qui statue en référé, et

"peut prendre, même d'office, toute mesure conservatoire et prononcer pour l'exécution de son ordonnance une astreinte versée au Trésor Public".

b) Les dispositions du projet de loi

o Mesures conservatoires judiciaires

Le projet de loi prévoit d'insérer dans l'ordonnance du 28 septembre 1967 un article 8-1, qui confère cette fois à la commission la

possibilité de demander au **président du tribunal de grande instance** de prononcer à l'encontre des personnes mises en cause par la Commission des mesures conservatoires.

Trois mesures sont prévues dans le texte : les deux premières sont non contradictoires (1) : **mise sous séquestre des fonds, valeurs, titres ou droits appartenant à ces personnes, interdiction temporaire de l'activité professionnelle.**

La troisième est une mesure contradictoire (2) : **consignation d'une somme d'argent** (3).

Pour tous les cas, la demande de la Commission doit être motivée (4).

o Pouvoirs d'injonction directe de la Commission

Le projet de loi propose d'insérer un article 9-1 dans l'ordonnance du 28 septembre 1987 qui confère à la Commission le pouvoir de prononcer directement des injonctions.

Dans le texte initial, ce pouvoir lui était reconnu dès lors qu'il s'agissait de "mettre fin à des pratiques contraires à ses règlements".

Pour respecter le principe constitutionnel de la légalité des droits et des peines ("*nulla poena sine lege*") (5), la Commission des Lois de l'Assemblée nationale a souhaité que soient précisées dans la loi les catégories d'infraction susceptibles de donner lieu à des injonctions (et à des sanctions pécuniaires).

Le fondement de la peine a donc été ainsi précisé :

"pratiques contraires à ses règlements, lorsque ces pratiques ont pour effet de :

- *fausser le fonctionnement du marché;*
- *procurer aux intéressés un avantage injustifié qu'ils n'auraient pas obtenu dans le cadre normal du marché ;*
- *porter atteinte à l'égalité d'information et de traitement des investisseurs ;*
- *faire bénéficier les émetteurs et les investisseurs des agissements d'intermédiaires contraires à leurs obligations professionnelles".*

(1) le président du Tribunal de grande instance statue "par ordonnance sur requête"

(2) le président du Tribunal de grande instance statue "en la forme des référés"

(3) L'Assemblée nationale a complété le dispositif en précisant le cas d'inculpation de la personne consignataire

(4) la motivation de la demande en cas de consignation résulte d'un amendement de la Commission des Finances de l'Assemblée nationale.

(5) Décision n° 88-248 DC du Conseil Constitutionnel du 17 janvier 1989 (loi modifiant la loi du 30 septembre 1986 relative à la liberté de communication).

"Nul ne peut être puni qu'en vertu d'une loi établie et promulguée antérieurement au délit, et légalement appliquée" (Déclaration des Droits de l'Homme, art. 9).

o Pouvoirs propres de sanction de la Commission

- Le projet de loi prévoit d'insérer dans l'ordonnance du 28 septembre 1967 un article 9-2 nouveau, qui confère à la Commission le **pouvoir de prononcer directement des sanctions pécuniaires**, à l'encontre des auteurs des pratiques déjà définies ci-dessus, et sur décision motivée.

- "*Fonction de la gravité du manquement*", et "*en relation avec les avantages et les profits tirés de ces manquements*" (1), la sanction peut être prononcée, même si aucun profit illicite n'a été réalisé. Dans ce cas, elle peut atteindre 10 millions de francs au maximum.

Lorsque des profits ont été réalisés, la sanction peut aller jusqu'à atteindre le décuple du montant des profits réalisés.

Le produit des sanctions est versé au Trésor Public.

2° - Décision de la Commission

L'article 5 du projet de loi comporte trois dispositions de nature et de portée différentes, sur lesquelles votre Commission émet trois avis plus ou moins réservés.

a) Les mesures conservatoires judiciaires.

Votre Commission se félicite de l'élargissement des pouvoirs conférés en la matière au président du tribunal de grande instance.

Il est en effet de nature à permettre un blocage très efficace des transferts de fonds et des opérations financières, dont l'extrême rapidité empêche trop souvent que soient prouvés, et donc poursuivis, les délits boursiers et les manoeuvres abusives.

Elle souligne toutefois que certaines précisions lui apparaissent souhaitables.

Ainsi, la notion de "**personnes mises en cause par la Commission**" mériterait peut-être d'être complétée par le fondement de cette "mise en cause".

De même, la notion "d'activité professionnelle", fort large, gagnerait sans doute à être mieux spécifiée, notamment quant aux personnes qu'elle peut viser. (S'agit-il par exemple de suspendre l'activité d'une société de bourse, et/ou d'un de ses employés ?).

Sous réserve de ces observations, votre Commission vous propose d'adopter cet alinéa sans modification.

b) Le pouvoir d'injonction direct conféré à la Commission des Opérations de Bourse,

Votre Commission considère qu'il peut contribuer de façon appréciable à rendre le pouvoir de contrôle de la Commission des opérations de bourse à la fois plus efficace et plus opérationnel.

Elle n'est donc pas défavorable à cette disposition, à condition que le fondement de ce pouvoir ne soit pas, comme tel était le cas dans le texte initial, le seul règlement édicté par la Commission des Opérations de Bourse.

Le principe de l'introduction par la Commission des Lois de l'Assemblée nationale d'une définition légale des infractions pouvant donner lieu à une injonction de la Commission des opérations de bourse est donc essentiel.

Toutefois, la formulation choisie présente des inconvénients.

Détaillée, elle est nécessairement limitative et risque donc de ne pas couvrir tous les cas de figure. En outre, certains termes sont d'une interprétation malaisée, notamment la notion "d'avantage injustifié", et "cadre normal du marché". Comment en effet définir "*un avantage injustifié que les intéressés n'auraient pu obtenir dans le cadre normal du marché*" ? Enfin la différence de nature entre les catégories d'infraction ainsi définies n'est pas certaine, et en tout cas peu claire.

Votre Commission propose donc de revenir à une formulation à la fois brève, et plus générale. La reprise des objectifs mêmes qui sont impartis à la Commission des opérations de bourse par l'article 1 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 (1) permet de couvrir toutes les infractions possibles.

La formulation proposée : "*porter atteinte aux droits des épargnants, à l'égalité d'information et de traitement des investisseurs, et à l'intégrité du marché*" recouvre en tout état de cause les quatre catégories définies à l'article 9-1.

(1) Article 1er de l'ordonnance du 28 septembre 1967 :

"Il est institué une Commission des Opérations de Bourse chargée de veiller à la protection de l'épargne investie en valeurs mobilières ou tout autre placement donnant lieu à appel public à l'épargne, à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement du marché des valeurs mobilières".

c) Le pouvoir de sanction pécuniaire conféré à la Commission des opérations de bourse

Votre Commission émet les réserves les plus totales à l'encontre de ce pouvoir.

Elle s'associe entièrement à l'objectif recherché : renforcer l'efficacité du dispositif de contrôle de la Commission.

Mais en aucune façon, elle ne considère que "doter la Commission d'un pouvoir de sanction pécuniaire propre est indispensable à l'efficacité du dispositif de renforcement de ces pouvoirs de contrôle" (1).

Un tel dispositif reviendrait en effet à laisser une autorité administrative prononcer des sanctions sur la base de règlements par elle-même édictés, méconnaissant ainsi totalement le principe de la séparation des pouvoirs -fondamental- de notre Constitution.

Autorité de régulation du marché, chargée de veiller à son bon fonctionnement par la surveillance qu'elle exerce, les contrôles qu'elle opère, et les enquêtes qu'elle diligente, la Commission des opérations de bourse ne saurait devenir un organisme juridictionnel, sauf à gravement méconnaître ce principe.

Le dispositif mis en place par la loi du 19 janvier 1989, pour le Conseil Supérieur de l'Audiovisuel, et la décision rendue par le Conseil Constitutionnel à son endroit (2), délimitent très précisément tout système de ce type.

Aux termes de la décision du Conseil Constitutionnel, la seule atteinte possible au principe de séparation des pouvoirs résulte de la nécessité de confier à une autorité administrative le soin de veiller au respect des principes constitutionnels ou à la garantie d'une liberté fondamentale.

L'exercice de pouvoirs de sanction ne devra alors être exercé que dans la limite nécessaire à l'accomplissement de cette mission, et sera strictement encadré.

(1) Exposé des motifs du projet de loi

(2) Décision n° 88-248 du 17 janvier 1989



Or quelle que soit, par ailleurs, leur importance, le fonctionnement régulier du marché ne figure pas encore au rang des principes constitutionnels, ni la protection des épargnants ou l'information des investisseurs à celui des libertés fondamentales.

L'exception au principe de séparation des pouvoirs ne paraît donc pas justifiée (1).

En outre, le dispositif proposé méconnaît les strictes limites formulées par le Conseil Constitutionnel. Il ne définit précisément ni les personnes justiciables, ni les faits punissables.

Il peut aboutir à ce que l'infraction à une règle de pratique professionnelle édictée par la Commission des Opérations de Bourse fasse en même temps l'objet d'une procédure disciplinaire de la part du Conseil des Bourses de valeurs, ou constitue également la base d'un délit pénal (2).

Une telle situation risque de contrevenir gravement au principe "non bis in idem".

L'exclusion absolue du cumul des pouvoirs de réglementation et de sanction entre les mains d'une même autorité administrative non chargée de veiller à la garantie d'un principe constitutionnel ou d'une liberté fondamentale paraît seule de nature à assurer le strict respect du principe de séparation des pouvoirs.

(1) Les pouvoirs d'enquête et de sanction conférés au Conseil de la Concurrence par l'ordonnance du 1er décembre 1986 n'enfreignent pas cette règle, puisque le Conseil de la Concurrence ne dispose pas de pouvoir de règlement et ne sanctionne donc pas sur la base d'un règlement qu'il édicterait.

(2) Ainsi, un employé d'une société de bourse qui utilise une information privilégiée à des fins personnelles sera passible simultanément d'une procédure disciplinaire devant le Conseil des Bourses de valeurs, d'une procédure pénale pour délit d'initié, et d'une procédure de sanction devant la Commission des opérations de bourse, pour avoir à la fois "faussé le fonctionnement du marché", s'être "procuré un avantage injustifié qu'il n'aurait pas obtenu dans le cadre normal du marché", avoir "porté atteinte à l'égalité d'information et de traitement des investisseurs ou à leurs intérêts", avoir fait "bénéficier les émetteurs d'agissements d'intermédiaires contraires à leurs obligations professionnelles".

Votre Commission vous propose donc de supprimer l'article 9-2 proposé par cet article qui confère à la Commission des pouvoirs de sanction pécuniaire. Etant entendu que le principe d'une sanction pécuniaire à la fois rapide et dissuasive tout à fait nécessaire pour assurer l'efficacité du contrôle, sera transféré à l'autorité compétente. C'est-à-dire au juge judiciaire, aux termes d'une procédure de nature à en garantir la rapidité.

Texte des amendements

Amendement

Rédiger ainsi le texte proposé par cet article pour l'article 9-1 de l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967 :

"Art. 9-1. La Commission des Opérations de bourse peut ordonner qu'il soit mis fin aux pratiques contraires à ses règlements et de nature à porter atteinte aux droits des épargnants, à l'égalité d'information et de traitement des investisseurs et à l'intégrité du marché.

"Elle peut également déférer à la justice, dans les conditions prévues à l'article 12-3, les responsables de ces pratiques".

Amendement

Supprimer le texte proposé par cet article pour l'article 9-2 de l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967.

Article 6

Répression des entraves, de l'inobservation de l'interdiction temporaire d'activité professionnelle et du retard de consignation

1° Commentaire

a) Délit d'entrave aux enquêteurs

o Régime actuel

Aux termes de l'article 10 de l'ordonnance du 28 septembre 1967, tout obstacle mis à l'enquête d'un agent habilité est puni d'une peine de prison (de 15 jours à deux ans) et/ou d'une amende (de 15.000 à 2.000.000 de francs). Il s'agit de peines relativement lourdes, destinées à donner aux enquêteurs les moyens d'exercer leurs missions.

o. Dispositions du projet de loi

Compte tenu des modifications apportées par l'article 5 du présent projet de loi aux pouvoirs d'enquête de la Commission, le présent article introduit un certain nombre de mesures de **coordination** en distinguant précisément l'entrave à la mission des enquêteurs et l'entrave aux mesures conservatoires ordonnées par le juge judiciaire.

- Entrave à la mission des enquêteurs

L'élément constitutif du délit n'est plus l'obstacle lui-même, mais la personne qui en est à l'origine, ce qui rend l'incrimination plus facile et la sanction plus efficace.

Les sanctions prévues sont identiques à celles du dispositif actuel.

- Entrave aux mesures conservatoires décidées par le juge judiciaire

. Toute violation des nouvelles dispositions relatives aux mesures de séquestre et d'interdiction temporaire d'activité professionnelle - désormais ordonnées par le Président du Tribunal de Grande Instance sur demande de la Commission - sera punie des

mêmes peines que celles assortissant le délit d'entrave à la mission des enquêteurs.

Le délit d'entrave aux mesures de séquestre pourra être prononcé non seulement à l'encontre du propriétaire des fonds, valeurs, titres ou droits, mais également à l'encontre de son dépositaire. Ceci renforce considérablement le caractère dissuasif de la mesure.

- Le retard de consignation (48 heures après que l'ordonnance du juge soit devenue exécutoire) est puni également, mais de façon moins sévère que dans le cas du délit d'entrave et d'inobservation de l'interdiction temporaire d'activité professionnelle, puisque la peine minimale de prison est fixée de un mois à deux ans, et la peine d'amende moins élevée (2.000 à 500.000 francs).

b) Défaut d'information du public ↗

• Régime actuel

Les dirigeants de sociétés par actions qui émettent des valeurs mobilières sont actuellement tenus de publier 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. Ce document est soumis au visa de la Commission des opérations de bourse.

Aux termes du premier alinéa de l'article 10 de l'ordonnance du 28 septembre 1967, le défaut de publication de ce document d'information, ou la non-obtention du visa de la Commission constitue un délit passible d'une amende de 10.000 à 120.000 francs.

Les mêmes peines sont encourues par les intermédiaires qui auront sciemment exposé ou mis en vente des valeurs mobilières sans que les conditions de publication du document d'information ou de visa aient été respectées.

• Dispositions du projet de loi

Le texte proposé de supprimer cet alinéa, c'est-à-dire l'incrimination pénale et les peines correspondantes.

Il s'agit en fait d'une dépenalisation de cette infraction, qui devrait, selon les auteurs du présent projet, être réintégrée dans le

règlement général de la Commission des opérations de bourse, et donc soumise aux sanctions prévues par le présent texte.

2°- Décision de la Commission

Cet article, qui vise essentiellement à faire respecter les pouvoirs des enquêteurs habilités par la Commission et les mesures conservatoires ordonnées par le juge judiciaire, contribue à renforcer l'efficacité des pouvoirs de contrôle de la Commission des opérations de bourse.

Votre Commission vous propose de l'adopter sans modification.

Article 7

Délit de communication d'informations privilégiées

1° - Commentaire

a) Le régime actuel

Afin de lutter plus efficacement contre les pratiques "d'initiés", l'article 16 de la loi du 22 janvier 1988 sur les bourses de valeurs a modifié l'alinéa premier de l'article 10-1 de l'ordonnance du 28 septembre 1987, en élargissant le champ d'application de l'incrimination et en assouplissant les conditions.

En premier lieu, l'infraction ne concerne plus seulement les informations privilégiées sur la situation ou les perspectives d'une société émettrice des titres, ou d'une valeur mobilière ; elle s'étend désormais à tous les marchés et à tous les produits qui y sont négociés, notamment les contrats à terme négociables (options, contrats d'instruments financiers, contrats sur marchandises).

En second lieu, la loi ne subordonne plus la réalisation de l'infraction à l'exigence de la preuve que l'opération sur le marché a été réalisée sur le fondement d'une information privilégiée.

Les dispositions actuelles ont donc pour effet d'imposer, pendant la période précédant la révélation des informations au public, une obligation d'abstention aux personnes initiées "à l'occasion de l'exercice de leur profession ou de leurs fonctions" (1).

Toutefois la formulation retenue : "sciemment permis de réaliser, par une personne interposée, une ou plusieurs opérations", s'est révélé d'interprétation difficile, et de preuve quasiment impossible.

b) Dispositions du projet de loi

L'article 7 propose de compléter cette notion de délit d'initié, par un nouvel article 10-1 inséré dans l'ordonnance du 28 septembre 1967.

(1) En 1987, la Commission a estimé que deux opérations ayant fait l'objet d'une enquête étaient susceptibles de relever du délit d'initié.

Cet article institue un nouveau délit, la "*communication en dehors du cadre normal de sa profession ou de ses fonctions d'informations privilégiées à un tiers*". Il s'agit en quelque sorte du "délict de diner en ville".

La sanction prévue est moindre que dans le cas du délict d'initié : un à six mois d'emprisonnement et/ou une amende de 10.000 à 100.000 francs (1).

Seule est punie dans ce cas la personne qui a transmis l'information. C'est-à-dire l'initiateur et non l'initié. Celui-ci doit donc s'astreindre à un véritable "devoir de réserve". A l'obligation "d'abstention d'agir" imposée par la loi du 22 janvier 1988, s'ajoute désormais l'obligation de "secret".

2° - Décision de la Commission

o Tout en restant réservée quant à la possibilité matérielle d'apporter la preuve de ce nouveau délict, votre Commission vous propose d'adopter cet article sans modification.

o A l'occasion des modifications apportées par l'article 7 du présent projet de loi à l'article 10-1 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 (voir infra), votre Commission a souhaité que soient harmonisés le montant maximum des sanctions pécuniaires prononcées en cas d'infractions aux règlements de la Commission des opérations de bourse, et le montant maximum des amendes applicables en matière de délits boursiers, tel qu'il est actuellement défini par l'article 10-1.

Il n'a en effet pas paru justifié que les délits boursiers soient passibles d'une amende moins forte que les infractions au règlement de la Commission des opérations de bours. Certes, les délits boursiers sont également passibles d'une peine de prison, qui peut être prononcée alternativement ou conjointement. Mais la pratique prouve que les deux peines sont rarement prononcées conjointement.

Aussi votre Commission a-t-elle estimé qu'il convenait d'aligner les deux montants sur la peine maximale applicable en cas d'infraction aux règlements de la Commission des opérations de bourse.

(1) Pour le délict d'initié : 2 mois à deux ans d'emprisonnement et une amende de 6.000 à 5.000.000 francs, qui peut être portée au quadruple du montant des profits réalisés.

Texte de l'amendement

Avant l'article 7, ajouter un article additionnel ainsi rédigé :

Au premier alinéa de l'article 10-1 de l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967 précitée, les mots :

"une amende de 6.000 francs à 5 millions de francs, dont le montant pourra être porté au-delà de ce chiffre jusqu'au quadruple du montant du profit réalisé, sans que l'amende puisse être inférieure à ce même profit"

sont remplacés par les mots :

"une amende de 6.000 francs à 10 millions de francs, dont le montant pourra être porté au-delà de ce chiffre, jusqu'au décuple du montant du profit réalisé, sans que l'amende puisse être inférieure à ce même profit"

Article 7 bis

Recours contre les décisions de la Commission des opérations de bourse

1° - Commentaire

• L'article 7 bis résulte d'un amendement proposé par la Commission des lois de l'Assemblée nationale et adopté par celle-ci assorti d'un sous-amendement du Gouvernement.

L'amendement de la Commission des lois de l'Assemblée prévoyait la compétence de la juridiction judiciaire pour connaître le l'ensemble des recours formés contre les décisions de la Commission des opérations de bourse ayant le caractère de décisions individuelles ; seules les décisions à caractère réglementaire de la Commission relevaient, aux termes de cet amendement, du juge administratif.

Par un sous-amendement, le Gouvernement a réservé la compétence du juge administratif pour statuer sur les contestations relatives aux décisions d'agrément (ou de refus d'agrément) des organismes de placement collectif en valeurs mobilières et des gérants de portefeuille.

• Autant la décision de confier au juge judiciaire la compétence pour statuer sur les décisions individuelles de la Commission des opérations de bourse a paru opportune à votre Commission des Finances, autant le sous-amendement proposé par le Gouvernement ne lui a pas semblé pleinement s'imposer.

Pour trois motifs, il importe, en effet, de créer un bloc de compétence homogène du juge judiciaire pour statuer sur les litiges nés de décisions individuelles de la Commission des opérations de bourse.

En premier lieu, il paraît nécessaire, dans un but de simplicité et de clarté, de confier à un seul ordre juridictionnel le contentieux de l'ensemble des décisions de la COB. Cette démarche est d'ailleurs conforme à celle préconisée par le Conseil constitutionnel dans sa décision du 23 janvier 1987 rendue à propos du transfert à la juridiction judiciaire du contentieux des décisions du Conseil de la concurrence. Les motifs de cette décision indiquent en effet :

"... lorsque l'application d'une législation ou d'une réglementation spécifique pourrait engendrer des contestations contentieuses diverses qui se répartiraient, selon les règles

habituelles de compétence, entre la juridiction administrative et la juridiction judiciaire, il est loisible au législateur, dans l'intérêt d'une bonne administration de la justice, d'unifier les règles de compétence juridictionnelle au sein de l'ordre juridictionnel principalement intéressé."

Or, le texte de l'article 7 bis tel qu'il a été transmis au Sénat implique un chevauchement de compétences juridictionnelles nuisible à la bonne administration de la justice.

En remettant le contentieux de l'agrément des gérants de portefeuille au juge administratif, il débouchera sur la compétence alternative du juge administratif et du juge judiciaire pour statuer sur les décisions de la COB les concernant.

Ainsi, le contentieux d'un retrait d'agrément devra être porté devant le juge administratif, alors que l'examen d'un recours formé contre une sanctions pécuniaire serait de la compétence du juge judiciaire. Deux types de sanctions contre un membre d'une même profession relèveraient donc de deux ordres de juridiction !

Au surplus, le contentieux de l'admission à la profession de gérant de portefeuille relève aujourd'hui de l'ordre judiciaire, en vertu d'une disposition expresse de la loi du 21 décembre 1972, qui dispose, en son article 9 :

"La délivrance de la carte (d'auxiliaire de la profession boursière) et le refus de son octroi peuvent faire l'objet d'un recours devant le tribunal de grande instance".

En second lieu, les délais d'examen des recours contentieux par le juge administratif sont aujourd'hui inconciliables avec la rapidité qui doit prévaloir dans l'obtention des décisions juridictionnelles en matière financière.

Comme l'indique le rapport public du Conseil d'Etat pour l'année 1988, le "stock" d'affaires en instance devant cette Haute Juridiction s'élevait, fin 1988, à 27.767. Les délais de jugement ont en outre dépassé deux ans pour 20 % des affaires et trois ans pour 35 % d'entre elles ; plus d'une décision sur deux du Conseil d'Etat n'est donc pas obtenue avant deux ans au moins, ces délais n'incluant pas, de plus, les délais d'examen en première instance par les tribunaux administratifs.

En troisième lieu, enfin, le contentieux de décisions relatives à l'agrément d'OPCVM ou de gérants de portefeuille ne relève pas, par essence, de la compétence du juge administratif ; celui-ci a vocation à protéger les particuliers contre d'éventuelles illégalités commises par l'administration, dans l'exercice de prérogative de puissance publique. Or, une décision telle qu'un retrait d'agrément ne relève pas réellement de l'exercice de prérogative de puissance publique, mais de la surveillance d'un marché, dans le but de protéger certaines personnes privées contre les abus d'autres personnes privées.

C'est pourquoi votre Commission a préféré proposer l'unification du contentieux afférent aux décisions de la COB. Ce désir d'unification et de simplification l'a d'ailleurs également conduit à proposer, par un article additionnel avant l'article 23, de remettre au juge judiciaire l'examen des recours formés contre les décisions disciplinaires du Conseil des bourses de valeurs et du Conseil des marchés à terme. Les motifs de cette décision, qui seront développés ultérieurement, sont au nombre de trois :

- créer un bloc de compétence homogène en matière de contentieux afférents au marché financier,
- éviter que certains comportements des intermédiaires financiers donnant lieu à décision des autorités de marché soient alternativement jugés par le juge judiciaire (sanction infligée par la COB) ou par le juge administratif (sanction disciplinaire infligée par le Conseil des bourses de valeurs ou le Conseil du marché à terme)
- prendre en compte la spécificité forte des sanctions disciplinaires infligées par le CMT et le CBV, qui peuvent être des sanctions pécuniaires ; ce type de sanction n'existe pas, en effet, dans le droit commun disciplinaire dont le contentieux est dévolu au juge administratif.

2° - Décision de la Commission

Votre Commission des finances a adopté à l'article 7 bis un amendement prévoyant une compétence générale du juge judiciaire quant à l'examen des recours formés contre les décisions individuelles de la COB. Cet amendement donne également, dans un souci de rapidité, compétence au juge judiciaire pour statuer sur les exceptions d'illégalité.

Texte de l'amendement

Amendement

Rédiger ainsi la première phrase du texte proposé par cet article pour l'article 12 de l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967 :

L'examen des recours contre les décisions de la Commission des opérations de bourse autres que celles qui ont un caractère réglementaire relève de la compétence du juge judiciaire, qui statue sur les exceptions d'illégalité.

Article 8

Initiatives du président de la Commission des opérations de bourse devant les juridictions

1°- Commentaire

a) Régime actuel

• Aux termes de l'article 12-1 de l'ordonnance du 28 septembre 1967, les juridictions compétentes (civiles, pénales, ou administrations) peuvent demander la collaboration du président de la Commission (1).

• De même, les autorités judiciaires compétentes saisies peuvent à tout moment de la procédure demander l'avis de la Commission.

L'avis de la Commission est obligatoire lorsque les poursuites concernent un éventuel délit d'initié ou délit de fausse information.

b) Les dispositions du projet

L'article 8 du projet modifiant l'article 12-1 de l'ordonnance confère directement à la Commission la faculté d'exercer les droits réservés à la partie civile devant les juridictions civiles, pénales ou administratives.

Désormais, de sa propre initiative, et sans demande préalable de la juridiction concernée, le président de la Commission, ou son représentant, peut "déposer des conclusions, intervenir ou exercer les droits réservés à la partie civile".

En revanche, les autorités judiciaires compétentes saisies n'ont plus la possibilité de demander l'avis de la Commission à tous les stades de la procédure.

(1) "Pour l'application de la présente ordonnance, les juridictions civiles, pénales ou administratives peuvent appeler le président de la Commission des opérations de bourse ou son représentant à déposer des conclusions et à les développer oralement à l'audience."

La Commission des opérations de bourse, n'ayant pas la personnalité morale, ne pouvait exercer les droits réservés à la partie civile. La faculté ainsi conférée par le projet de loi au président de la Commission constitue donc un apport important.

Elle confère en effet à la Commission la possibilité de mettre en mouvement l'action publique par le jeu d'une plainte avec constitution de partie civile.

Elle permet à la Commission de mieux représenter au plan judiciaire les intérêts des épargnants et des investisseurs (1).

La Commission des Finances de l'Assemblée nationale a toutefois estimé nécessaire que soient précisé le fondement de l'intervention du président de la Commission devant les juridictions (2).

Ces pouvoirs sont donc limités à ce qui concerne d'une part les infractions au Titre II de la loi du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales, c'est-à-dire l'ensemble des infractions concernant les sociétés, d'autre part les infractions prévues par les articles 10, 10-1 et 10-3 de l'ordonnance du 28 septembre 1967, c'est-à-dire les délits boursiers.

c) Observations de votre Commission

• Cette disposition importante permettra à la Commission de mettre en mouvement l'action publique par le dépôt d'une plainte avec constitution de partie civile (3).

Pour être pleinement efficace, il convient qu'elle puisse jouer pour la totalité du domaine de compétence imparti à la Commission des opérations de bourse.

(1) Le dispositif proposé est comparable à celui prévu aux articles 2-1 et suivants du Code de procédure pénale, qui autorisent l'intervention devant les juridictions pénales d'associations représentant certains intérêts (enfance martyrisée, déportés, etc...), au titre de ces intérêts.

(2) Conformément au principe posé par la Cour de Cassation (Crim. - 22 décembre 1975).

(3) L'action publique pourra toutefois être interrompue si le juge d'instruction juge la plainte irrecevable, ou si la partie poursuivie dépose une plainte en dénonciation calomnieuse.

Certes, les précisions apportées par l'Assemblée nationale quant aux fondements de cette procédure sont nécessaires.

- Votre Commission propose toutefois de compléter ce dispositif par la notion d'"infraction aux lois relatives au fonctionnement des marchés dont elle assure la surveillance et le contrôle".

Cette formulation, plus générale, respecte le champ des compétences de la Commission tout en couvrant par principe toute nouvelle définition qui pourrait intervenir ultérieurement en matière d'infraction aux lois relatives au fonctionnement des marchés, ou tout élargissement des compétences de la Commission (par exemple par la définition d'un nouveau type de marché, ou l'inclusion d'un nouveau marché dans son domaine de compétence).

- Votre Commission a, par ailleurs, estimé nécessaire de combler un vide juridique, qui lui a semblé particulièrement regrettable.

A l'heure actuelle, lorsqu'un profit illicite est réalisé du fait d'un délit d'initié ou d'un délit de manipulation de cours, la possibilité de confisquer ce profit s'éteint avec l'action publique, qui peut survenir par prescription, décès ou toute autre cause.

Dans un but de justice, il semble donc nécessaire de permettre au président de la Commission des opérations de bourse de poursuivre la confiscation de ce profit illicite devant les juridictions civiles compétentes en quelques mains qu'il se trouve ; ce dispositif permettrait notamment la confiscation des profits qui ne seraient plus entre les mains de l'auteur du délit, par suite de "blanchiment", selon le terme consacré.

Ce dispositif de "moralisation" respecterait, naturellement, les principes généraux du droit, puisque l'action conduite contre les ayants droit serait limitée à la seule confiscation du profit illicite ; en outre, les règles des articles 38 et 39 du Code pénal, qui garantissent notamment le respect du régime matrimonial de la personne dont l'action a donné lieu à confiscation et du droit des successions, sont expressément visées.

2°- Décision de la Commission

Votre Commission des Finances a adopté deux amendements à l'article 8.

Le premier amendement élargit à l'ensemble des infractions commises à l'occasion d'opérations effectuées sur des marchés dont la Commission des opérations de bourse assure la surveillance le champ d'application du dispositif de l'article 8.

Le second amendement autorise le président de la Commission des opérations de bourse à poursuivre la confiscation d'un profit illicite tiré d'un délit d'initié, de fausse information ou de manipulation de cours en quelques mains qu'il se trouve.

Texte des amendements

Amendement

Dans le texte propose par cet article pour l'article 12-1 de l'ordonnance n) 67-833 du 28 septembre 1967, après les mots

"d'autre part les infractions prévues par les articles 10, 10-1 et 10-3"

insérer les mots :

"ainsi que les infractions aux lois relatives au fonctionnement des marchés dont elle assure la surveillance et le contrôle"

Amendement

Compléter ainsi le texte proposé par cet article pour l'article 12-1 de l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967 :

"La juridiction compétente pourra, sur demande du président de la Commission des opérations de bourse, ordonner, dans les conditions prévues aux articles 38 et 39 du Code pénal, la confiscation, en quelques mains qu'ils se trouvent, des profits illicites obtenus du fait des pratiques mentionnées à l'article 9-1 ou à l'occasion des infractions aux articles 10-1 et 10-3."

Article 8 bis

Mise en oeuvre d'injonctions

1° Commentaire

a) Régime actuel

• Aux termes de l'article 4-2 de l'ordonnance du 28 septembre 1967, introduit par la loi du 14 décembre 1985, le président de la Commission peut demander au président du Tribunal de Grande Instance de Paris de prononcer des mesures d'urgence (1).

Celui-ci statue en la forme de référés et se prononce lui-même sur les exceptions d'illégalité.

b) Les dispositions du projet

L'article 8 bis du présent projet de loi reprend le dispositif de l'article 4-2 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 pour le déplacer en un article 12-2 nouveau.

Le maintien de ce dispositif viendra se superposer au pouvoir d'injonction direct confié à la Commission par l'article 5 du projet de loi.

- Dans la procédure définie à l'article 5, le pouvoir d'injonction peut être exercé par la Commission, c'est-à-dire par le collègue. Il peut l'être directement.

Dans le dispositif du présent article, il s'agit d'un pouvoir propre du président. Celui-ci doit s'adresser au président du Tribunal de Grande Instance de Paris.

- Le fondement de ce pouvoir, différent dans les deux cas, est beaucoup plus restrictif dans le présent article.

(1) "Lorsqu'une pratique contraire aux dispositions législatives ou réglementaires et de nature à porter atteinte aux droits des épargnants, le président de la Commission peut demander en justice qu'il soit ordonné à la personne qui en est responsable, de se conformer à ces dispositions, de mettre fin à l'irrégularité ou d'en supprimer les effets."

Le pouvoir d'injonction de la Commission s'exerce dès lors qu'une pratique contraire aux dispositions législatives et réglementaires est de nature à porter atteinte à l'intégrité du marché, à la protection des épargnants et à l'égalité des investisseurs.

Le pouvoir d'injonction indirect du président ne peut s'exercer que lorsque la pratique contraire aux dispositions législatives ou réglementaires est de nature à porter atteinte à la seule protection de l'épargne.

2°- Décision de la Commission

- Votre Commission des Finances considère qu'il peut être utile de conserver au président la possibilité de pouvoir faire prononcer des injonctions, indépendamment du pouvoir d'injonction direct reconnu à la Commission des opérations de bourse.

Elle considère toutefois qu'il est nécessaire que ces deux pouvoirs aient un fondement identique, défini par les missions imparties à la Commission des opérations de bourse.

Elle vous propose donc d'étendre la rédaction proposée au présent article, en reprenant à l'identique celle qu'elle a proposée à l'article 5.

- En outre, votre Commission propose d'insérer, après l'article 12-2 nouveau ainsi modifié, un nouvel article 12-3.

Celui-ci aurait pour objet de transférer au président du Tribunal de grande instance de Paris, sur saisine de la Commission, et après une procédure contradictoire, le pouvoir de prononcer les sanctions définies au nouvel article 9-2 proposé par l'actuel projet de loi, mais conférées directement par ce texte à la Commission des opérations de bourse.

En effet, votre Commission est pleinement favorable à la mise en place d'un dispositif de sanctions qui, pour être efficaces, doivent être à la fois dissuasives et rapides.

Mais elle ne saurait transiger sur le respect du principe de séparation des pouvoirs réglementaires et juridictionnels.

En tout état de cause, elle ne considère pas que confier directement à la Commission le soin de prononcer les sanctions soit la seule solution de nature à garantir une efficacité et une rapidité maximales.

Elle considère en revanche qu'une procédure permettant à la Commission de saisir directement le président du Tribunal de grande instance de Paris qui, statuant seul, pourrait statuer plus rapidement, serait tout autant de nature à garantir la rapidité et l'efficacité, tout en étant moins contraire aux principes fondamentaux du droit français.

Le dispositif proposé est donc exactement calqué sur celui qui est proposé pour l'article 9-2, à cette exception majeure que les sanctions prononcées le seront par une autorité judiciaire, et non par une autorité administrative.

En outre, le président peut prononcer la confiscation des profits réalisés par des personnes morales du fait des agissements de leurs responsables.

Texte des amendements

Amendement

Dans le premier alinéa du texte proposé par cet article pour l'article 12-2 de l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967 précitée, après les mots :

"est de nature à porter atteinte aux droits des épargnants"

insérer les mots :

", à l'égalité d'information et de traitement des investisseurs et à l'intégrité du marché"

Amendement

Après le I de cet article, insérer un I bis ainsi rédigé :

Il est inséré, après l'article 12-2 de l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967 précitée, un article 12-3 ainsi rédigé :

"Art. 12-3. - Le président du tribunal de grande instance de Paris peut sur saisine de la Commission des opérations de bourse et après une procédure contradictoire, prononcer à l'encontre des responsables des pratiques mentionnées aux articles 9-1 et 12-2 les sanctions suivantes :

"1. une sanction pécuniaire qui ne peut excéder 10 millions de francs,

"2. ou, lorsque des profits ont été réalisés, une sanction pécuniaire qui ne peut excéder le décuple de leur montant.

"Le président du tribunal de grande instance de Paris statue en la forme des référés. Il prononce la confiscation des profits réalisés par des personnes morales du fait des agissements de leurs responsables.

"En cas de sanctions pécuniaires, les frais sont supportés par les intéressés ; le produit des sanctions et des confiscations est versé au Trésor Public"

Article 9

Autonomie financière de la Commission

1° - Commentaire

- a) *Le régime financier actuel de la Commission des opérations de bourse*

La Commission des opérations de bourse dispose actuellement d'une organisation financière particulière définie par le décret n° 68-23 du 3 janvier 1968 modifié.

Le régime des dépenses :

La Commission des opérations de bourse est soumise au même régime que les administrations centrales de l'Etat, c'est-à-dire aux règles d'engagement et d'ordonnancement préalable, de gestion des effectifs et de création d'emploi.

Ses dépenses sont soumises à la vérification d'un contrôleur financier, nommé par le ministre de l'économie et des finances, conformément aux dispositions de la loi du 10 août 1922 relative à l'organisation du contrôle des dépenses engagées (1).

(1) *Le décret n° 68-23 du 3 janvier 1968 modifié, portant organisation administrative et financière de la Commission des opérations de bourse stipule :*

Article 8 - "Les dispositions des articles 14 à 25 du décret n° 53-1227 du 10 décembre 1953, des articles 151 à 189 du décret n° 62-158 du 29 décembre 1962 portant règlement général de la comptabilité publique et du décret du 25 octobre 1935 instituant le contrôle financier des offices et établissements publics autonomes de l'Etat sont rendues applicables, en tant que de besoin, au fonctionnement financier et comptable de la commission."

Article 9 - "Les délibérations du collège relatives au budget et à ses décisions modificatives, au compte financier et aux opérations immobilières sont soumises à l'approbation du ministre de l'économie et des finances."

Article 10 - "Le contrôleur financier de la commission est nommé par le ministre de l'économie et des finances. Ses attributions sont définies, en tant que de besoin, par arrêté du ministre de l'économie et des finances."

Article 11 - "L'agent comptable de la commission est nommé par le ministre de l'économie, des finances et du budget. Il est chargé du recouvrement des redevances."

Article 12 - "Les marchés de la commission sont passés dans les formes et conditions prescrites pour les marchés de l'Etat."

1922 : De fait, conformément à l'article 6 de la loi du 10 août

"Aucune ordonnance de paiement ou de délégation ne peut être présentée à la signature du ministre ordonnateur qu'après avoir été soumise au visa du contrôleur des dépenses engagées (contrôleur financier depuis le décret du 23 janvier 1956). Les ordonnances non revêtues du visa du contrôleur sont nulles et sans valeur pour les comptables du Trésor."

L'article 9 de la même loi ajoute :

"il est interdit, à peine de forfaiture, aux ministres et sous-secrétaire d'Etat et à tous les autres fonctionnaires publics, de prendre sciemment et en violation des formalités prescrites par les articles 5 et 6 de la présente loi, des mesures ayant pour objet d'engager des dépenses dépassant les crédits ouverts ou qui ne résulteraient pas de l'application des lois."

En 1987, les dépenses du budget d'exécution de la Commission des opérations de bourse étaient ainsi définies :

millions de francs

Dépenses de fonctionnement :	59
dont :	
- personnel	29
- autres	30
Dépenses en capital :	3,8
dont :	
- informatique	2,5
- autres	1,3

(Source : Commission des opérations de bourse)

• Régime des ressources :

Jusqu'au 31 juillet 1985, la Commission était "une institution spécialisée de caractère public dont les frais de

fonctionnement sont pris en charge par l'Etat" (1). Ses dépenses de fonctionnement étaient donc inscrites au budget général de l'Etat.

L'article 117 de la loi de finances pour 1985 a autorisé la Commission à percevoir des redevances sur "les personnes publiques ou privées dans la mesure où ces personnes publiques ou privée rendent nécessaire ou utile l'intervention de la Commission, ou dans la mesure où elles y trouvent un intérêt."

Les modalités d'application sont fixées par décret en Conseil d'Etat. (2)

Ainsi définies, les recettes de la Commission sont émises pour près des trois-quarts sur une assiette dont l'évolution est éminemment irrégulière puisqu'il s'agit des émissions et pour le reste sur les fonds gérés par les O.P.C.V.M. dont la valeur peut varier avec les cours de bourse.

(1) Décret du 3 janvier 1968. Article premier.

(2) Décret du 31 juillet 1985 modifié par les décrets du 30 septembre 1987 et du 24 janvier 1989. Soit actuellement :

. Emissions de valeurs mobilières, offres publiques d'achat, d'échange ou de vente de valeurs inscrites à la cote officielle ou destinées à l'être obtenant le visa obligatoire de la Commission des opérations de bourse redevance fixée à 0,2 pour mille de la somme des émissions (constatée au 31 décembre de chaque année).

. S.I.C.A.V. et sociétés civiles autorisées à faire appel publiquement à l'épargne : redevance fixée à 0,02 pour mille de l'actif net.

. Sociétés de gestion de F.C.P. : redevance fixée à 0,02 pour mille de la somme des actifs nets des fonds privés.

. Majoration de la redevance de 5 % par mois de retard.

**Evolution des ressources de redevance
(en millions de francs)**

	Exercice 1987	Exercice 1988	Exercice 1989 (prévisions)
Total	62,4	83,4	82,0
dont :			
- Emissions	-	75 %	65 %
- O.P.C.V.M.	-	20 %	30 %

Source : C.O.B.

**Evolution de l assiette de la redevance
portant sur les émissions
(en milliards de francs)**

1985	1986	1987	1988	1989 (prévisions)
17,4	334,1	413,8	353,1	118,85

Source : C.O.B.-Crédit Lyonnais

b) Les dispositions du projet de loi relatives au contrôle des dépenses engagées

Le présent article propose que "les dispositions de la loi du 10 août 1922 relatives à l'organisation du contrôle des dépenses engagées ne sont plus applicables à la Commission".

Si le contrôle a priori est donc ainsi supprimé, la Commission conservera un agent comptable. Ses dépenses demeureront soumises aux règles du contrôle a posteriori, et à celui de la Cour des comptes, conformément à la loi du 22 juin 1967.

c) Le caractère peu satisfaisant des modalités de financement de la C.O.B.

. Les modalités de financement de la C.O.B. n'apparaissent donc pas satisfaisantes pour deux motifs dont la conjugaison aboutit à un résultat peu acceptable.

En premier lieu, le principal élément de l'assiette est volatil et fluctue parfois de plus de 100 % d'une année sur l'autre.

En second lieu, le taux des redevances est fixé par le Gouvernement. La Commission des opérations de bourse n'a donc pas d'indépendance financière réelle vis-à-vis du pouvoir exécutif.

Subsidiairement, la conformité à la Constitution du dispositif instauré par la loi de finances pour 1985 semble douteuse. La qualification de "redevances pour service rendu" qui est donnée aux deux recettes perçues par la Commission des opérations de bourse n'est guère conforme à la nature réelle de celle-ci ; la surveillance et le contrôle des émetteurs ou des O.P.C.V.M. sont des missions d'essence régaliennne et non prestataire ; la création par l'article 5 du projet d'un pouvoir de sanction quasi pénal dévolu à la Commission des opérations de bourse renforce d'ailleurs l'inadéquation du terme de "redevances".

Juridiquement, les "redevances" perçues par l'Etat et affectées à la Commission des opérations de bourse, qui est un service de celui-ci, sont donc en réalité des impôts, dont l'assiette et le taux devraient faire l'objet de votes du législateur. La Commission des opérations de bourse n'étant pas un établissement public, ni, "a fortiori", un établissement public industriel et commercial, ces "redevances" ne peuvent être qualifiées de taxes parafiscales (1).

. Confrontée à un dispositif ne garantissant pas l'autonomie de la C.O.B., n'assurant même pas un financement régulier et sûr de cette institution et à la constitutionnalité malaisément démontrable (le Conseil constitutionnel n'a malheureusement pas été saisi de l'article 117 de la loi de finances pour 1985), votre Commission des Finances a estimé indispensable de proposer une solution plus satisfaisante.

(1) dont la perception serait autorisée par un décret conforté ultérieurement par un vote positif du Parlement sur l'état E annexé à la loi de finances.

En premier lieu, elle a relevé qu'un dispositif permettant l'information du Parlement sur la situation financière de la C.O.B. devait être instauré.

En second lieu, elle a estimé que les dispositions de l'ordonnance du 2 janvier 1959 portant loi organique relative aux lois de finances devaient être ici rappelées. En son article premier, quatrième alinéa, cette ordonnance dispose en effet :

"lorsque des dispositions d'ordre législatif ou réglementaire doivent entraîner des charges nouvelles, aucun projet de loi ne peut être définitivement voté, aucun décret ne peut être signé, tant que ces charges n'ont été ni prévues, évaluées et autorisées dans les conditions fixées par la présente ordonnance".

En rappelant les dispositions de cette ordonnance, votre Commission des Finances estime "ipso facto" faire incitation au Gouvernement de prévoir dans la plus prochaine loi de finances les moyens de fonctionnement supplémentaires dont la C.O.B. a besoin.

Votre Commission aurait souhaité aller plus loin, et prévoir un financement complémentaire par crédits budgétaires en cas de diminution de l'assiette des redevances : cette solution aurait permis à la C.O.B. d'être affranchie de la dépendance à l'égard du pouvoir exécutif dans laquelle se place la situation actuelle. Votre Commission des Finances estime en effet préférable que le financement de la C.O.B. soit assuré, au moins pour partie, dans la clarté du débat budgétaire, plutôt que dans l'opacité d'un mécanisme qui le fait dépendre du seul pouvoir exécutif.

L'irrecevabilité prévue par l'article 40 de la Constitution a toutefois interdit à votre Commission des Finances la mise en place de ce nouveau dispositif par voie d'amendement. Elle souhaite, à tout le moins, que le Gouvernement prenne position sur cette proposition.

2° - Décision de la Commission

Votre Commission des Finances a adopté à l'article 9 un amendement prévoyant l'élaboration annuelle par la C.O.B. d'un rapport au Gouvernement et au Parlement sur sa situation financière. Cet amendement soumet en outre les charges nouvelles que la loi serait susceptible de créer pour la C.O.B. (y compris la présente loi en discussion) aux dispositions de l'article 1, quatrième

alinéa, de l'ordonnance du 2 janvier 1959 ; en vertu de ces dispositions, la loi ne peut être promulguée, sous peine de non conformité à la Constitution, tant que ces charges n'ont pas été évaluées et autorisées par une loi de finances.

Texte de l'amendement

Amendement

Compléter le texte proposé par cet article pour l'article 13 de l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967 par les deux alinéas suivants :

"Chaque année, la Commission des opérations de bourse fait connaître au Parlement et au Gouvernement son budget prévisionnel de l'année suivante, accompagné d'un rapport financier détaillé.

"Tout développement par la loi des missions confiées à la Commission relève des dispositions du quatrième alinéa de l'article premier de l'ordonnance n° 59-2 du 2 janvier 1959 portant loi organique relative aux lois de finances."

Article 10

Abrogations

1° Commentaire

Cet article contient une série d'abrogations.

1. Les premières visent à supprimer des dispositions qui deviendraient inutiles après l'adoption du présent projet de loi.

Il s'agit d'abord du droit d'information des enquêteurs de la Commission, défini au premier alinéa de l'article 5 de l'ordonnance du 28 septembre 1967, et mieux couvert par le nouvel article 5A proposé par le présent projet de loi.

Il s'agit ensuite des modalités du droit de convocation et d'audition définies par le deuxième alinéa de l'article 5 de l'ordonnance du 28 septembre 1967, remplacées par une procédure plus souple dans l'article 2 du présent projet.

Il s'agit enfin de l'abrogation de la demande d'avis préalable de la Commission par le Parquet en cas de poursuite pour délit de manipulation de cours. L'abrogation touche également l'avis du Conseil des bourses de valeurs et du Conseil du marché à terme.

2. Les secondes visent à dépénaliser certains délits.

Il s'agit d'une part du démarchage et de la publicité non autorisée.

La dépénalisation du démarchage et de la publicité non autorisée, jusqu'ici punis à la fois de peines d'amendes pouvant atteindre 5 millions de francs et de peines de prison pouvant aller jusqu'à 10 ans, relèveront désormais des sanctions applicables par les autorités professionnelles de marché et par la Commission des opérations de bourse.

Cette démarche devrait permettre de rendre plus rapide, plus pragmatique et plus efficace un contrôle jusque là entravé par la lourdeur et l'issue aléatoire de la procédure.

Il s'agit, d'autre part, de la dépenalisation du défaut de visa et de l'inobservation des règles de publicité actuellement prévus à l'article 10 de l'ordonnance du 28 septembre 1967.

Dans les deux cas, il conviendra d'introduire précisément et immédiatement les infractions ainsi définies dans les règlements des autorités concernées.

2°- Décision de la Commission

Votre Commission vous propose d'adopter cet article sans modification.

TITRE II

Dispositions modifiant la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales et la loi n° 88-70 du 22 janvier 1988 sur les bourses de valeurs

Présentation générale

Le présent titre a pour objet d'accroître la transparence des opérations de prises de contrôle de sociétés sur le marché financier.

Les opérations de restructuration d'entreprises se sont multipliées en 1988, notamment dans la perspective de l'achèvement d'ici 1993 du marché unique européen. La crise boursière de l'automne 1987 a favorisé ce phénomène en raison de la dépréciation de la valeur des sociétés cotées, rendant plus attractives financièrement les opérations de croissance externe.

Ainsi, en France, les opérations de restructuration par opération de fusion-acquisition ont progressé de 19 % en 1988 concernant plus d'un millier d'entreprises, 33 offres publiques (1) ayant abouti pour un montant de 30 milliards de francs, soit deux fois plus qu'en 1987 (2).

1° - Le rôle des offres publiques

L'offre publique d'achat (OPA) ou d'échange (OPE) peut se définir comme la démarche par laquelle une personne morale ou éventuellement une personne physique fait connaître publiquement aux actionnaires d'une société qu'elle est disposée à acquérir leurs titres à un prix déterminé, généralement supérieur au cours de bourse, payé soit en espèces (OPA), soit par remise d'actions ou d'obligations de l'acquéreur (OPE) (3).

(1) Voir in fine la liste des offres publiques d'achat et d'échange en 1988-1989.

(2) Ces chiffres, ainsi que certains développements ultérieurs, sont extraits des excellentes conclusions de M. Josy Moinet sur le régime européen des OPA au nom de la délégation pour les Communautés européennes (n° 202-89, séance du 11 mai 1989).

(3) Voir notamment Guy Barsi : Les OPA en France. Droit et pratique.

a) Un facteur de dynamisme pour les entreprises et le marché

Les offres publiques constituent un élément essentiel du dynamisme d'une économie de marché.

Elles sont un moyen privilégié de restructuration de l'appareil productif et de son adaptation à l'évolution rapide des marchés.

Elles constituent pour les dirigeants des entreprises un facteur de stimulation et d'incitation à l'amélioration de la gestion et à la valorisation des actifs de l'entreprise.

A la différence des ramassages en bourse (1), l'offre publique respecte l'égalité des actionnaires en leur donnant la possibilité de céder leurs titres aux mêmes conditions au vu des mêmes informations et de bénéficier des mêmes surenchères provenant des offres concurrentes.

Ce faisant, elles leur permettent de valoriser au mieux leur investissement et constitue un facteur de stimulation du marché boursier, contribuant ainsi à orienter l'épargne des ménages vers les entreprises.

b) La vulnérabilité des entreprises françaises

Les entreprises françaises apparaissent particulièrement vulnérables aux offres publiques d'achat.

Plusieurs facteurs expliquent cette situation :

- la protection assurée pendant un demi-siècle par la réglementation des changes qui dissuadait les investisseurs étrangers,

(1) Il s'agit du procédé par lequel l'opérateur qui s'intéresse à une société cotée tente d'acquies sur le marché le plus grand nombre possible de titres. Ces opérations sont menées en général de façon fort discrète et progressive pour d'une part ne pas attirer l'attention de la société visée et d'autre part ne pas entraîner un mouvement de hausse du cours par des achats importants.

- l'importance d'un secteur public industriel et commercial qui freine la mobilisation de tous les capitaux disponibles et suscite la crainte de "nationalisation rampante",
- l'absence de régimes de retraite par capitalisation,
- enfin, la dimension des entreprises françaises qui paraissent modestes à l'échelle internationale.

• Les mécanismes de protection

La réglementation des offres publiques relève aujourd'hui en France :

- des dispositions du règlement général du Conseil des bourses de valeurs qui fixe en application de l'article 6 de la loi du 22 janvier 1988 "les règles relatives au fonctionnement du marché et à la suspension des cotations",
- des dispositions de la décision générale de la Commission des opérations de bourse en date du 25 juillet 1978, modifiée les 13 mars 1986 et 12 avril 1988.

Les mécanismes de protection contre les offres publiques étrangères relèvent en réalité de textes d'inspiration différente depuis que le ministre chargé de l'économie a renoncé, à l'occasion de la réforme du règlement général de la Compagnie des Agents de change (arrêté du 11 mars 1986) à son droit discrétionnaire de s'opposer à une offre publique.

Il s'agit :

- de la réglementation sur les investissements étrangers qui permet au ministre chargé de l'économie de s'opposer à des prises de contrôle d'entreprises françaises par des personnes ne ressortissant pas des pays de la Communauté européenne ;
- de la réglementation spécifique concernant certains investissements mettant en cause notamment l'ordre public, la santé ou la sécurité publique et ceux réalisés dans des activités de production ou de commerce d'armes, de munitions ou de

matériel de guerre (utilisée dans l'affaire Luchoire, à l'égard d'une offre émanant d'un groupe européen),

- de la réglementation de la concurrence (article 42 de l'ordonnance n° 86-1243 du 1er décembre 1986).

C'est en vertu de ces dispositions que les ministres chargés de l'économie et de l'industrie se sont opposés au rachat de la société Spontex par la société 3M (arrêté du 20 mars 1989) ;

- de la réglementation des établissements de crédit qui soumet à autorisation du comité des établissements de crédit toute prise de participation supérieure à 10 %, à 20 % ou au tiers du capital ou permettant d'exercer un pouvoir de contrôle effectif. Cette réglementation a été notamment utilisée dans l'affaire de la Compagnie du Midi au titre de ses filiales bancaires ;
- de la réglementation applicable spécifiquement aux sociétés privatisées qui soumet à déclaration préalable au ministre chargé de l'économie, assortie d'un droit de s'y opposer, toute prise de participation supérieure à 10 % du capital (projet de loi Sénat n° 254).

On observera que ces mécanismes de protection -ou de retardement- font intervenir directement la puissance publique.

Les systèmes étrangers disposent de moyens de protection plus efficaces mais qui tiennent à leur culture ou à leur structure économique.

• Le problème de la non-réciprocité

De nombreux pays ne connaissent guère les OPA et il est vrai que leurs entreprises se sont abstenues jusqu'à une date récente de lancer de telles opérations sur leurs concurrentes étrangères. Dans ce domaine, les évolutions devraient être toutefois significatives (1) et poser le problème de la réciprocité.

Ainsi, en République fédérale d'Allemagne, les sociétés allemandes ont assez peu de capital disséminé dans le public.

(1) Cf. l'OPA lancée par la firme allemande Siemens sur la société britannique Plessey

Le plus souvent, ce capital est contrôlé par un ou plusieurs gros actionnaires, groupes familiaux ou plus généralement banques, omniprésentes dans la vie des affaires. Certaines entreprises allemandes présentent également la particularité d'être possédées par des fondations (Bosch). Enfin, le rôle du bureau fédéral des Cartels est important dans le contrôle de toute opération de fusion ou de rachat.

S'ajoute à ces pratiques qui expliquent la quasi absence d'OPA inamicale en RFA, le fait que le nombre de sociétés cotées en bourse est faible, de l'ordre de 500, soit 2 % des sociétés anonymes.

De même, l'environnement Suisse est peu propice aux OPA en raison notamment des dispositifs de protection élaborés par chaque société. Les principales sociétés suisses interdisent aux non-résidents l'achat d'actions nominatives ; ceux-ci ne peuvent donc disposer que de certificats d'actions sans droits de vote. Par ailleurs, 70 % des actions détenues par les résidents le sont sous la forme nominative permettant à la société de suivre de près l'évolution de son actionnariat ; enfin, certaines actions nominatives ne peuvent être cédées sans le consentement de la société.

Enfin, au Japon, les OPA sont quasi inexistantes en raison de la très forte culture d'entreprise développée par les firmes japonaises mais également par le caractère dissuasif que représente le prix en bourse des actions japonaises par rapport à leur capacité de distribution de bénéfices (Price earning ratio).

Ces quelques exemples montrent qu'à côté de la réglementation propre aux OPA, il est nécessaire que "les pouvoirs publics usent avec réalisme et souplesse d'une panoplie de moyens pour assurer une véritable réciprocité au plan international" (1).

2°- Les dispositions du projet de loi

Ces dispositions visent essentiellement, au travers de modifications apportées à la loi du 24 juillet 1966, à renforcer l'efficacité des déclarations de franchissement de seuils dans les sociétés, c'est-à-dire, s'agissant des sociétés cotées, de permettre de suivre les différentes étapes du ramassage en bourse.

(1) Cf. *Offres publiques d'achat. Examen d'un projet de synthèse. Chambre de commerce et d'industrie de Paris. 20 avril 1989.*

a) Le renforcement de la législation sur les franchissements de seuil

Le projet de loi comporte plusieurs éléments destinés à favoriser une meilleure transparence des acquisitions sur le marché :

- la définition de l'action de concert qui permet de soumettre aux obligations déclaratives en matière de franchissement de seuil les personnes qui agissent de concert,
- la création d'un nouveau seuil des deux tiers dont le franchissement doit faire l'objet d'une déclaration obligatoire,
- l'introduction du calcul des participations en droits de vote lorsque le nombre ou la répartition des droits de vote n'est pas identique au nombre ou à la répartition des actions,
- le renforcement des sanctions applicables en cas de non respect des déclarations de franchissement de seuil.

b) Le régime des offres publiques

Le détail dans lequel entre la loi pour définir les différents franchissements de seuil, les personnes qui doivent les déclarer, les titres qui doivent être pris en compte, les modalités de calcul ou les sanctions applicables contrastent avec l'absence de toute disposition législative relative aux offres publiques d'achat dont pourtant les conséquences sont considérables sur les sociétés initiatrices, comme sur les sociétés visées mais plus encore sur le droit de propriété des actionnaires.

Le texte du projet de loi déposé par le Gouvernement comportait deux dispositions touchant aux offres publiques d'achat :

- l'une permettant la réalisation d'augmentation de capital pendant la période de l'offre publique et l'assortissant de conditions restrictives,
- l'autre instituant une procédure d'information du comité d'entreprise de l'entreprise visée.

Toutefois, l'Assemblée nationale a introduit un article additionnel 11 bis qui constituerait la base légale d'une vaste réforme du règlement général du Conseil des bourses de valeurs adopté le 22

mars 1989 et soumis, dans l'attente de la promulgation de la présente loi, à l'homologation du ministre chargé de l'économie.

L'enjeu de cette réforme élaborée par une instance professionnelle contraste donc avec les mesures très ponctuelles figurant dans le projet de loi.

Les propositions de votre Commission seront développées à l'occasion de l'examen de chaque article du Titre II. Mais s'agissant des offres publiques d'achat, la position de votre Commission des Finances peut être brièvement résumée en deux points.

Elle souhaite que figurent dans la loi, conformément à l'article 34 de la Constitution, les principales dispositions du règlement général, celles ayant trait notamment au dépôt obligatoire des offres publiques.

Une telle démarche se justifie d'autant plus que votre Commission est en désaccord avec les solutions retenues dans le projet de règlement qui ne lui ont pas semblé apporter les garanties indispensables dont doivent bénéficier les actionnaires minoritaires et plus généralement les épargnants.

Offres publiques d'achat et offres publiques d'échange en France (1988-1989)

<u>Sociétés visées</u>	<u>Sociétés initiatrices</u>	<u>Date de l'avis de la SBF</u>
- Chambourcy	- Nestlé (OPA simplifiée)	13.01.88
- Martell	- Grand Métropolitain (OPA)	14.01.88
	- MUMM (Seagram) (OPA)	14.01.88
- Bénédictine	- Rémy et Associés (OPA)	18.01.88
	- Martini et Rossi (OPA)	26.02.88
- Oxygène Liquide (HC)	- Air Products (OPA)	5.02.88
- OPFI Paribas	- Financière de Paribas (OPE)	3.02.88
- OPB Paribas	- Financière de Paribas (OPE)	3.02.88
- CRD Total France	- Total CFP (OPA)	8.02.88
- Télémechanique	- schneider SA (OPA)	12.02.88
	- Framatome (OPA)	24.02.88
- Badin	- Mossley	26.02.88
- La Redoute	- Au printemps (OPA)	21.03.88
- Rhin Rhône (2nd marché)	- Sofical (groupe Bolloré) (OPA)	14.03.88
	- Elf France OPA	24.03.88
- France-Printemps (HC)	- Au Printemps SA (OPA simplifiée)	28.03.88
- Sema Metra (2 M)	- Cap group (G.B.) (OPE)	11.04.88
- Darty	- Financière Darty (OPA)	9.05.88
- Européenne de Soufres industriels	- Akzo Chemicals (P.B.)	20.05.88
- Holophane	- Kali Chemie (RFA)	
- Guérinmand Voiron (2 M)	- Thorn Emi (GB) (OPA)	16.05.88 et 16.06.88
- Citram	- Arjomari-Prioux (OPA)	8.07.88
	- Générale de Transport et d'Industrie	11.07.88 et 25.07.88
- Machines Bertrand (2 M)	- Dito-Sama (OPA simplifiée)	12.07.88
- Sfernice	- Vishay Intertechnologie Inc	18.08.88
- Pathé Marconi	- Thorn Emi PLC (OPA simplifiée)	9.09.88
- Talcs de Luzenac	- Compagnie Internationale de développement Minier - Cidem (OPA)	15.09.88
	- Borax International	
- Eurafrique Pharmaceutique	- SCOA (OPA simplifiée)	26.09.88
- Lucia	- Olida participation - Olipar	27.09.88
- Epéda	- Valéo (OPE)	7.10.88
	- Gefina	
- Computel	- International CPU (OPE simplifiée)	4.10.88
- Ufiner	- Lyonnaise des Eaux (OPE)	7.10.88
- Enelfi	- Saulnes-Chatillon (OPA-OPE)	26.10.88
- Guittel Elémentine	- Auréa	20.10.88
- Société Cochery- Bourdin Chausse	- SGE (OPE)	4.11.88
- Olivetti Logavax	- ING.C. Olivetti and G.S.P.A. (OPE simplifiée)	28.11.88
	- Comptoir moderne (OPA simplifiée)	21.11.88
- Société économique de Rennes	- Compagnie de navigation mixte (OPE)	23.12.88
- Rhin et Moselle Vie	- Rallye (OPA)	06.01.89
- La Ruche Méridionale	- CFAO (OPA-OPE)	17.01.89
- DAFSA	- AGEFI Développement (OPE)	18.01.89
- Imprimerie et Librairie Berger-Levrault	- Sté Financière Berger - Levrault (OPA)	10.01.89
- Immobilière Mallet (HC)	- SAMVAC (OPA)	25.01.89
- Duménil-Leblé	- Cerus (OPE)	3.02.89
- Saint-Gobain Emballages (2M)	- Saint-Gobain (OPE)	3.03.89
- Société Européenne des Produits Réfractaires (SEPR) (2M)		
- Aussedat-Rey	- International Paper (E.U.) (OPA)	16.03.89
- Groupe MONOT (HC)	- EURIS (OPA)	6.04.89
- Cheval Blanc (2M)	- TJS Investments Limited (E.U) (OPA)	26.04.89
	- South Hope N.V. (antilles néerlandaises) (OPA)	26.04.89
- Société d'Alimentation de Provence	- Cofigeo (OPA)	3.05.89
- Société Générale française de céramique (HC)	- Ofiges (OPE - OPA)	19.05.89

Source : Commission des opérations de bourse. Tableau de bord à jour du 31 mai 1989.

Article 11

Conditions d'une augmentation de capital en période d'offre publique

1° - Commentaire

Le présent article a pour objet de fixer les règles régissant les augmentations de capital en période d'offre publique.

Face à une offre publique, l'augmentation de capital peut constituer un moyen de défense dont l'efficacité varie toutefois selon les modalités choisies.

S'il s'agit d'une émission garantissant le droit préférentiel de souscription des actionnaires, elle a pour effet d'augmenter le nombre de titres sur le marché et de contraindre la société initiatrice de l'offre à engager des moyens plus importants. En effet cette société doit, d'une part, souscrire à l'augmentation de capital pour maintenir à son niveau sa participation initiale. Elle doit, en second lieu, acheter un nombre plus important de titres (actions ou droits de souscription) pour atteindre son objectif. En revanche, les autres actionnaires de la société gardent la liberté de souscrire ou ne pas souscrire à l'augmentation de capital et d'apporter ou de ne pas apporter leurs titres anciens ou nouveaux à l'offre publique.

S'il s'agit en revanche d'une offre publique réservée en vertu de l'article 186-3 de la loi du 24 juillet 1966, la situation est différente.

Cet article dispose en effet :

"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 prix d'émission ou les conditions de fixation de ce prix sont déterminés par l'assemblée générale extraordinaire sur rapport du conseil d'administration ou directoire et sur rapport spécial du commissaire aux comptes.

"L'émission doit être réalisée dans un délai de deux ans à compter de l'assemblée générale qui l'a autorisée. Lorsqu'elle n'a pas été réalisée à la date de l'assemblée générale annuelle suivant la décision, les dispositions du dernier alinéa de l'article 186-2 s'appliquent."

En l'espèce, une assemblée générale extraordinaire doit se prononcer sur le maintien ou l'ajustement du prix d'émission ou des conditions de sa détermination ; à défaut, la décision de la première assemblée devient caduque.

Cette disposition qui permet de réserver une augmentation de capital à des "groupes amis" de la société ou du moins de ses dirigeants, pourrait être d'une grande efficacité en bloquant les chances d'aboutir de l'offre publique. Mais elle compromet l'égalité des actionnaires, notamment lorsque le prix d'émission qui a été fixé ou encadré par l'assemblée générale extraordinaire fait apparaître une divergence importante avec les niveaux des cours générés par l'offre publique au moment où le conseil d'administration déciderait de réaliser l'augmentation de capital.

L'article 180 de la loi du 24 juillet 1966 permet en effet à l'assemblée générale extraordinaire de déléguer au conseil d'administration ou au directoire, selon le cas, les pouvoirs nécessaires à l'effet de réaliser l'augmentation du capital en une ou plusieurs fois, d'en fixer les modalités, d'en constater la réalisation et de procéder à la modification corrélative des statuts.

Ainsi, en l'état actuel de la loi du 24 juillet 1966, et sous réserve des dispositions de l'article 437 (visant notamment l'abus de pouvoirs légaux ou statutaires dont disposent les dirigeants sociaux), les augmentations de capital en période d'OPA ne sont pas proscrites.

Toutefois, la Commission des Opérations de Bourse s'oppose à celles qui seraient contraires au principe d'égalité de traitement entre les actionnaires. Sa décision générale modifiée du 25 juillet 1978 dispose en effet :

"Dès qu'une offre a été rendue publique, les dirigeants des sociétés concernées, en raison de leurs responsabilités envers les actionnaires et envers le public, doivent faire preuve d'une prudence particulière dans leurs déclarations, les opérations qu'ils font en bourse, pour le compte de leurs sociétés, et tous actes de disposition du crédit ou des biens sociaux.

"Si les dirigeants jugent nécessaire d'accomplir dans cette période des actes dépassant la gestion courante, ils doivent en informer immédiatement la commission. Celle-ci donne son accord sur les conditions dans lesquelles le public doit être lui-même informé, elle peut décider de faire connaître son appréciation sur ces opérations."

Dans son 20e rapport, la COB pose le problème en ces termes :

"La question a été souvent posée à la Commission des Opérations de Bourse de savoir quelles mesures sont admissibles à titre d'augmentation de capital immédiate ou différée lorsque de telles augmentations pourraient être considérées comme formant une barrière à des OPA possibles.

"La COB a admis les augmentations de capital portant sur des montants raisonnables, décidées antérieurement à l'ouverture d'une procédure d'offre publique, dès lors que l'émission a été décidée par une assemblée générale exactement informée et que l'émission n'est pas placée auprès des personnes agissant en fait pour le compte de la société ou suivant ses directives, contrevenant ainsi aux principes suivant lesquels il est interdit aux sociétés de procéder directement ou indirectement à la souscription de leurs propres actions ou de mettre en oeuvre des droits d'agrément dans des conditions non prévues par la loi.

"Une fois la procédure d'offre publique ouverte, c'est sur le terrain de l'offre publique elle-même qu'une offre contestée doit être combattue, normalement par une offre concurrente des actionnaires de la société visée ou des tiers, à des conditions plus avantageuses pour les actionnaires. Ceci a pour corollaire une obligation de prudence de la part des dirigeants sociaux en ce qui concerne les actes de disposition de l'actif ou une modification importante du passif."

Le présent article vient donc restreindre les possibilités légales d'augmentation de capital en les alignant en quelque sorte sur la pratique prônée par la Commission des opérations de bourse.

Ce faisant, le présent article propose un équilibre entre la défense de la société visée par l'OPA et l'exigence d'égalité entre les actionnaires.

Le présent article pose en effet le principe que la délégation accordée au conseil d'administration lui donnant les pouvoirs nécessaires pour réaliser une augmentation de capital est suspendue en période d'offre publique.

Mais ce principe est assorti d'exceptions. Une délégation peut être maintenue et une augmentation de capital réalisée à condition que :

- l'assemblée générale extraordinaire se soit prononcée préalablement à l'offre et expressément, c'est-à-dire que l'autorisation d'augmenter le capital vise précisément le cas d'une offre publique ;
- l'autorisation accordée vise les cas d'augmentation de capital pendant la période de l'offre publique, c'est-à-dire que le conseil d'administration ne peut en faire usage en dehors de cette période ;
- la délégation accordée n'excède pas un an ;
- l'augmentation de capital n'a pas été réservée en faveur d'une ou plusieurs personnes (application de l'article 186-3 précité de la loi du 24 juillet 1966).

2° - Proposition de votre commission

Votre Commission vous propose d'adopter cet article sans modification.

**Article additionnel avant
l'article 11 bis**

**Convocation d'une assemblée des porteurs de titres
conférant ou pouvant conférer
à terme des droits de vote**

Votre commission vous propose d'insérer avant l'article 11 bis du projet de loi un article additionnel sous la forme d'un article 180-1 nouveau de la loi du 24 juillet 1966.

Cet article prévoit que dès qu'il a connaissance du dépôt d'un projet d'offre publique d'achat ou d'échange, le conseil d'administration de la société visée peut convoquer une assemblée générale des porteurs de titres conférant ou pouvant conférer à terme des droits de vote.

Votre commission a estimé que les porteurs de titres d'une société visée par une offre publique devaient être informés d'un événement qui affecte les perspectives de la société et que cette information ne devait pas se limiter aux seuls actionnaires mais être étendue aux porteurs de titres conférant à terme des droits de vote. Ainsi en est-il notamment des propriétaires d'obligations convertibles en actions ou des titulaires de bons de souscription en actions ou encore des détenteurs d'actions à dividende prioritaire. Ces propriétaires de titres, sans droit de vote actuel, sont néanmoins susceptibles de l'acquérir, soit en vertu des contrats d'émission, soit en vertu de la loi.

La loi prévoit ainsi que les titulaires d'actions à dividende prioritaire retrouvent leur droit de vote lorsque le dividende prioritaire n'a pas été versé pendant trois exercices.

Dès lors ces actionnaires potentiels se trouvent dans une situation peu différente des actionnaires ordinaires face à une offre publique.

Aussi le présent article additionnel prévoit-il, en cas d'offre publique, la convocation d'une assemblée d'un type nouveau puisqu'elle réunit tous les porteurs de titres y compris ceux conférant à terme des droits de vote.

Cette assemblée est essentiellement une assemblée d'information puisqu'elle a pour objet d'entendre les parties en présence, en l'espèce :

- le conseil d'administration qui lui fait un rapport sur la situation et les projets de l'entreprise,
- la personne initiatrice de l'offre publique, ou ses représentants, qui l'informe des motifs de l'offre et des intentions de ses auteurs quant à la continuation des activités de la société.

Cet article additionnel s'inscrit dans la logique du dispositif proposé par la commission pour les articles 11 bis et suivants qui prévoit que les offres publiques doivent porter sur la totalité des titres conférant ou pouvant conférer à terme des droits de vote.

Texte de l'amendement

Amendement

Avant l'article 11 bis du projet de loi, insérer un article additionnel nouveau ainsi rédigé :

Il est inséré après l'article 180 de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 un article 180-1 ainsi rédigé.

"Art. 180-1. - Dès qu'il a connaissance du dépôt d'un projet d'offre publique d'achat ou d'échange, le conseil d'administration de la société visée peut convoquer une assemblée générale des porteurs de titres conférant ou pouvant conférer à terme des droits de vote. L'assemblée se tient dans les quinze jours de la date de sa convocation. Le conseil d'administration lui fait un rapport sur la situation et les projets de la société. Elle entend la personne initiatrice de l'offre, ou ses représentants, qui l'informe des motifs à l'origine de l'offre publique et des intentions de ses auteurs quant à la continuation des activités de la société."

Article 11 bis

Dispositions applicables aux procédures d'offres publiques, de maintien de cours et d'offres de retrait

1° - Commentaire

Un projet de modification de son règlement général a été adopté par le Conseil des Bourses de valeurs dans sa séance du 22 mars 1989 et doit faire l'objet d'une homologation par le ministre chargé de l'économie après avis de la Commission des opérations de bourse et de la Banque de France.

Ce projet modifie profondément les règles applicables aux offres publiques d'achat ou d'échange, introduit une réglementation nouvelle en matière d'offre de retrait et reprend pour l'essentiel les dispositions actuelles dans le domaine du maintien de cours.

Le présent article additionnel, introduit dans le projet de loi par l'Assemblée nationale sur proposition de sa Commission des Finances, vise à donner une base légale à ces dispositions.

L'article 34 de la Constitution dispose en effet que "la loi détermine les principes fondamentaux... du régime de la propriété des droits réels et des obligations civiles et commerciales".

Le présent article prévoit en conséquence que le règlement général du Conseil des Bourses de valeurs fixe afin d'assurer l'égalité des actionnaires et la transparence du marché financier :

- les conditions dans lesquelles une personne physique ou morale, agissant seule ou de concert et venant à détenir directement ou indirectement, à la suite d'une acquisition de titres ou de droits de vote, une fraction du capital ou des droits de vote aux assemblées générales d'une société française, inscrite à la cote officielle ou à la cote du second marché d'une bourse des valeurs, est tenue, d'en informer immédiatement le conseil et de déposer un projet d'offre publique en vue d'acquérir une quantité déterminée de titres de la société ;

- les conditions dans lesquelles le projet d'acquisition d'un bloc de titres conférant la majorité du capital ou des droits de vote d'une société inscrite à la cote officielle, à la cote du second marché ou dont les titres sont négociés sur le marché hors cote d'une bourse des valeurs, oblige le ou les acquéreurs à acheter en bourse, au cours ou au prix auxquels la cession du bloc est réalisée, les titres qui leur sont alors présentés ;

- les conditions applicables aux procédures d'offre et de demande de retrait, lorsque le ou les actionnaires majoritaires d'une société inscrite à la cote officielle ou à la cote du second marché détiennent une fraction déterminée des droits de vote ou lorsqu'une société inscrite à l'une de ces cotes est transformée en société en commandite par actions.

Ces dispositions se traduisent dans le projet actuel de modification du règlement général par les régimes suivants :

a) régime des offres publique d'achat ou d'échange

Le règlement général en vigueur comporte peu de contraintes en matière d'offre publique. Son article 180 indique qu'une offre doit porter sur au moins 10 % du capital de la société ou 5 % si la contrevaletur des titres visés est au moins égale à 10 MF.

Le projet de règlement modifie de façon drastique ce régime.

• l'offre obligatoire

La personne qui franchit le seuil du tiers du capital ou des droits de vote serait tenue de déposer un projet d'offre publique lui permettant de détenir au moins les deux tiers du nombre total de titres conférant des droits de vote, compte tenu des titres qu'elle détient déjà. Le projet de règlement permet au Conseil des Bourses de valeurs, dans des cas limitativement énumérés, d'accorder des dérogations à cette obligation.

En outre, une personne qui détient déjà entre le tiers et la moitié du nombre total des actions ou des droits de vote d'une société serait également tenue à déposer une offre publique lui permettant de détenir au moins les deux tiers du nombre des titres conférant des droits de vote dans deux hypothèses :

- elle a, dans un laps de temps inférieur à un an, augmenté sa participation d'au moins 2 %,
- elle franchit le seuil de la moitié du capital ou des droits de vote.

• l'offre volontaire

La personne qui dépose de sa propre initiative une offre publique serait tenue de viser une quantité de titres représentant au moins les deux tiers des titres conférant des droits de vote compte tenu des titres qu'elle détient déjà. Toutefois, le projet de règlement prévoit qu'il est possible à cette personne de déposer une offre publique ne visant qu'une participation au plus égale à 10 % du capital des droits de vote compte tenu des titres qu'elle détient déjà.

Il semble résulter de ce dispositif qu'une personne détenant entre 0 % et le tiers du capital ou des droits de vote n'aurait le choix, si elle décide de déposer une offre publique, que de viser soit la détention de moins de 10 % du capital ou des droits de vote, soit la détention d'au moins les deux tiers. Elle ne pourrait pas par exemple déposer une offre lui permettant de détenir une fraction du capital ou de droits de vote comprise entre 10 % et le tiers.

b) le régime du maintien de cours

Le projet de règlement ne modifie pas profondément le régime du maintien de cours sauf qu'il s'appliquerait en cas de cession d'un bloc de titres susceptible de conférer le **contrôle majoritaire en droits de vote** d'une société. Le règlement général actuel laisse une marge d'appréciation et ne précise pas que ce contrôle doit être majoritaire.

Dans l'hypothèse d'une cession de bloc de titres conférant le contrôle majoritaire, le règlement général qui n'est pas modifié sur ce point prévoit que l'acquéreur du bloc doit s'engager à acheter en bourse toutes les quantités de titres qui lui sont présentées au cours ou au prix (1) auquel la cession de bloc a été réalisée et pendant au moins quinze séances de bourse.

Il semble résulter de la conjonction des règles du maintien de cours et de celle visant les offres publiques que les modalités de

(1) sauf cas de clause particulière dont serait assorti les cessions de bloc.

franchissement du seuil de moitié des droits de vote dans une société conduit à des obligations différentes :

- si le franchissement se fait par achat d'un bloc de titres, l'acquéreur est tenu au maintien de cours c'est-à-dire à l'achat de tous les titres qui lui sont présentés (mais le maintien des cours laisse de côté les titres pouvant conférer à terme des droits de vote et donc en lèse les propriétaires),

- si ce franchissement se fait par ramassage en bourse ou d'autres modes d'acquisition, l'acquéreur doit présenter une offre publique lui permettant de détenir au moins les deux tiers du capital ce qui l'autorise à réduire les titres présentés à l'offre dans la proportion des deux tiers.

Certes, la procédure de l'offre publique, à la différence du maintien de cours, permet les surenchères. Toutefois, une telle éventualité apparaît peu probable dès lors que l'initiateur de l'offre détient déjà plus de la moitié des droits de vote.

c) L'introduction des offres de retrait

Le projet de règlement général prévoit que lorsqu'une personne physique ou morale détient plus de 95 % du capital et des droits de vote d'une société, le Conseil des bourses de valeurs, à l'initiative d'un actionnaire minoritaire peut demander à l'actionnaire ou aux actionnaires majoritaires, soit de procéder à un reclassement de titres dans le public, soit de présenter une offre de retrait sous la forme soit d'une offre publique d'achat ou d'échange (normale ou simplifiée), soit d'une procédure de garantie de cours.

En outre, le projet de règlement prévoit que les dirigeants d'une société s'obligent à avertir préalablement le Conseil afin d'examiner avec lui la mise en oeuvre éventuelle des mesures de nature à permettre le retrait des actionnaires minoritaires dans plusieurs cas, notamment les modifications significatives des statuts.

2° - Décision de la Commission

Votre Commission des finances propose un dispositif substantiellement différent de celui inscrit dans le projet de loi.

a) une légalisation accrue du dispositif

Votre Commission a estimé que la réforme proposée du régime des offres publiques d'achat ou d'échange comporte des dispositions limitant de façon importante le droit de propriété ou des éléments de contraintes considérables dont la détermination ne peut être laissée à une instance professionnelle composée essentiellement de représentants des sociétés de bourses, quand bien même la réglementation élaborée ferait l'objet d'une homologation par le ministre chargé de l'économie.

Elle propose en conséquence d'introduire dans la loi les principaux principes gouvernant le régime des offres publiques et notamment les seuils dont le franchissement rend obligatoire le dépôt d'une offre ainsi que la quotité du capital ou des droits de vote actuels ou potentiels sur laquelle cette offre doit porter.

L'argument de souplesse qui voudrait que l'on laissât au règlement général le soin de fixer ces seuils et quotités au motif que ce règlement est plus aisément modifiable que la loi ne peut être retenu. Il montre a contrario l'incertitude qui marque les choix qui ont été faits et qui semble précisément contestable à votre commission.

b) les principes retenus

Votre Commission a souhaité poser deux principes.

Le premier vise à écarter le système de l'offre publique obligatoire portant sur les deux tiers du capital.

En effet, un tel système aboutit à laisser les actionnaires minoritaires, désormais en-deça de la minorité de blocage dans les assemblées générales extraordinaires, dans une situation "captive".

Cette situation entraîne de fait une décote des titres qui n'ont pas été retenus dans le cadre de l'offre publique. Or, dans l'hypothèse d'une offre portant sur les deux tiers du capital initiée par une personne qui détient déjà le tiers du capital, la réduction des titres présentés s'opère dans la proportion d'un titre sur deux.

Cette décote résulte du fait que les actionnaires minoritaires se trouvent désormais placés entre les mains de ce que quelqu'un a appelé une "majorité de blocage", c'est-à-dire toute puissance échappant à toute contradiction. Les droits de vote qu'ils détiennent perdent en quelque sorte leur caractère effectif et donc leur valeur.

Or cette valeur peut être mesurée concrètement par exemple dans le cas où sont inscrits à la cote officielle, les certificats d'investissements, les certificats de droits de vote et les actions d'une même société. On trouvera ci-dessous l'exemple de la société L'Oréal.

Evolution des cours des titres L'Oréal (en francs)

Titres	1er juin 1989	Plus haut 1989	Plus bas 1989
Certificat d'investissement	2.200	2.480	2.055
Certificat de droit de vote	1.875	2.124	1.780
Actions	4.115	4.480	3.900

On s'aperçoit ainsi, au 1er juin 1989, que la valeur du certificat de vote représente 45,5 % de la valeur de l'action, ce qui signifie que le droit de vote a une valeur peu inférieure au droit pécuniaire attaché au certificat d'investissement qui lui est le droit au dividende. Une telle situation n'est pas étonnante si l'on considère que l'action est un droit à dividende protégé par un droit de vote.

Aussi votre commission vous propose-t-elle un système d'offre publique obligatoire portant sur la totalité des titres (y compris les titres pouvant conférer à terme le droit de vote). Le système anglais retient d'ailleurs un tel principe.

Il en est de même du projet de treizième directive européenne en matière de droit des sociétés concernant les offres publiques d'achat ou d'échange présentées par la commission le 15 janvier 1989 qui dispose dans son article 4 :

"Quiconque a pour but l'acquisition d'un nombre ou pourcentage de titres qui, le cas échéant, additionnés à ceux qu'il détient déjà, lui confèrent au moins un pourcentage de droits de vote dans une société qui ne peut être fixé à plus de 33 1/3 % de ces droits, doit lancer une offre portant sur la totalité des titres de cette société."

Deux arguments ont été invoqués à l'encontre du principe des offres portant sur la totalité du capital :

- elles auraient pour effet d'appauvrir la cote officielle ; il convient d'observer toutefois que la cote officielle des bourses françaises s'est considérablement développée au cours des dernières années ; en outre, une fois la protection des actionnaires minoritaires assurée, les auteurs de l'OPA peuvent, au besoin grâce à une procédure simplifiée, réintroduire une partie du capital en bourse.
- elles auraient pour conséquence de favoriser les sociétés les plus riches et qui seules auraient les moyens de faire porter leur offre sur la totalité du capital ; il convient d'observer a contrario que l'offre publique portant sur la totalité du capital a été présentée comme un dispositif décourageant des opérations les plus contestables : celles des "raiders" désireux de s'assurer à peu de frais une position clé pour réaliser ensuite une plus-value financière ; enfin il semble nécessaire qu'une personne voulant s'assurer le contrôle d'une société doive en payer le prix.

Le deuxième principe auquel obéit les propositions de votre commission porte sur les droits de vote potentiels.

En effet, il convient de prévoir que l'offre publique porte sur l'ensemble des titres de la société conférant ou pouvant conférer à terme des droits de vote.

Il n'est guère acceptable qu'une offre publique exclut les titulaires de titres qui, par contrat d'émission ou par la loi, sont susceptibles de retrouver le droit de vote.

Il en est ainsi par exemple des obligations convertibles dont la conversion en actions ne pourrait être demandée qu'à l'issue d'un certain délai.

Il en serait de même des actions à dividende prioritaire sans droit de vote qui retrouvent leur droit de vote dès lors que le dividende prioritaire n'a pas été versé pendant trois exercices.

Dans ce dernier cas, dans l'hypothèse où les nouveaux actionnaires majoritaires modifient radicalement la politique de dividende ou gèrent la société de telle sorte qu'elle ne puisse pas distribuer de dividendes prioritaires, les titulaires d'actions à

dividendes prioritaires retrouveraient un droit de vote dépourvu de toute valeur.

• En définitive, votre commission propose un système qui s'articule de la façon suivante :

1. Lorsqu'une personne franchit le seuil du tiers du capital ou des droits de vote, l'offre publique doit porter sur la totalité des titres conférant ou pouvant conférer des droits de vote.
2. Pour les personnes qui, au moment de l'entrée en vigueur de la loi, détiennent déjà plus du tiers du capital ou des droits de vote, le franchissement du seuil de la moitié du capital ou des droits de vote (prise de contrôle majoritaire) entraînera le dépôt d'une offre publique dans les mêmes conditions qu'au 1 ci-dessus.
3. Pour les personnes qui, au moment de l'entrée en vigueur de la loi, détiennent plus de la moitié du capital ou des droits de vote le franchissement du seuil des deux tiers introduit par l'article 12 du projet de loi, (destruction de la minorité de blocage), entraînera le dépôt d'une offre publique dans les mêmes conditions qu'au 1 ci-dessus.

• Il résulte de ce dispositif que la procédure de maintien du cours n'a plus lieu d'être (notamment parce qu'elle ignore et donc lèse les propriétaires de titres pouvant conférer à terme des droits de vote) dès lors que le franchissement de seuil de la moitié du capital ou des droits de vote déclenche une offre publique obligatoire sur la totalité des titres conférant ou pouvant conférer ces droits de vote. Les modalités de franchissement de ce seuil, par cession de bloc de titres ou par ramassage en bourse ne devant pas emporter de différence quant à la nécessité d'acquérir le reliquat des titres sur le marché.

Le texte proposé par la commission précise en outre les modalités de fixation du prix de l'offre publique obligatoire et les sanctions qui sont applicables.

Ces sanctions, dans le dispositif proposé par votre Commission à l'article 8 bis, peuvent être prononcées par le président du Tribunal de grande instance sur saisine de la COB "lorsqu'une pratique contraire aux dispositions législatives ou réglementaires est de nature notamment à porter atteinte aux droits des épargnants.

Telles sont les propositions de votre commission pour l'article 11 bis du projet de loi. Elle renvoie à des articles additionnels le soin de déterminer les dérogations qui pourront être accordées à

l'obligation de déposer une offre publique après franchissement du seuil d'un tiers, de fixer les règles des offres de retrait et prévoir les conditions dans lesquelles le règlement général met en oeuvre ces procédures conformément aux principes définis dans la loi.

Texte de l'amendement

Amendement

Rédiger comme suit le texte de cet article :

Toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert avec une ou plusieurs personnes, venant à détenir directement ou indirectement plus du tiers du capital ou des droits de vote aux assemblées générales d'une société française inscrite à la cote officielle ou à la cote du second marché, est tenue d'en informer immédiatement le conseil des bourses de valeurs et de déposer un projet d'offre publique en vue d'acquérir la totalité des titres de la société conférant ou pouvant conférer à terme des droits de vote.

L'obligation de dépôt du projet d'offre publique mentionné au premier alinéa s'applique à toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert avec une ou plusieurs personnes, qui détient à la date de publication de la présente loi, directement ou indirectement, plus du tiers du capital ou des droits de vote aux assemblées générales de la société mentionnée au premier alinéa et qui viendrait à en détenir plus de la moitié. Elle s'applique également à la personne qui, dans les mêmes conditions, détient plus de la moitié du capital ou des droits de vote et qui viendrait à en détenir plus des deux tiers.

Le prix des titres faisant l'objet de l'offre publique est au moins égal au cours constaté pour ces titres le jour de bourse précédant le dépôt de l'offre ou si elle est plus élevée à la moyenne des cours constatée pendant les vingt jours de bourse précédant le dépôt de l'offre.

En outre, le règlement général du conseil des bourses de valeurs établit pour les titres pouvant conférer à terme des droits de vote les règles de fixation de leur valeur en fonction du prix de l'action ordinaire.

Toute pratique contraire tendant à soustraire leurs auteurs aux obligations des premier et deuxième alinéas du présent article entre dans le champ d'application de l'article 12-3 de l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967 précitée.

**Article additionnel après
l'article 11 bis**

**Dérogations accordées à
l'obligation de dépôt d'offre publique**

Votre commission propose dans cet article additionnel de préciser les conditions dans lesquelles le Conseil des bourses de valeurs peut accorder des dérogations à l'obligation de déposer une offre publique.

Cet article précise tout d'abord que le règlement général doit comporter la liste des différentes hypothèses conduisant à des dérogations ; ces dérogations doivent être accordées par avis motivé, assorti, le cas échéant, de conditions.

La mention d'une dérogation assortie de conditions vise en premier lieu une personne ayant franchi le seuil du tiers qui pourrait bénéficier d'une dérogation suspendant l'obligation d'offre publique dès lors qu'elle s'engage à reclasser ses titres dans un délai fixé.

Le texte du présent article additionnel encadre ensuite le pouvoir conféré au Conseil des bourses de valeurs en matière de dérogations.

Une dérogation peut être accordée lorsque le franchissement du seuil du tiers du capital ou des droits de vote n'a pas pour objet ni pour effet de modifier le contrôle de la société au sens de l'article 355-1 de la loi du 24 juillet 1966.

Une société est considérée, au sens de cet article, comme en contrôlant une autre :

- lorsqu'elle détient directement ou indirectement une fraction du capital lui conférant la majorité des droits de vote dans les assemblées générales de cette société (premier alinéa) ;**
- lorsqu'elle dispose seule de la majorité des droits de vote dans cette société en vertu d'un accord conclu avec d'autres associés ou actionnaires et qui n'est pas contraire à l'intérêt de la société (deuxième alinéa) ;**

- lorsqu'elle détermine en fait, par les droits de vote dont elle dispose, les décisions dans les assemblées générales de cette société (troisième alinéa).

Elle est présumée exercer ce contrôle lorsqu'elle dispose, directement ou indirectement, d'une fraction des droits de vote supérieure à 40 % et qu'aucun autre associé ou actionnaire ne détient directement ou indirectement une fraction supérieure à la sienne (quatrième alinéa).

. S'agissant des franchissements qui n'ont pas pour effet de modifier le contrôle de la société, la rédaction proposée laisse une marge d'appréciation relativement importante au Conseil supérieur des bourses dans la limite de 40 % des droits de vote qui est le pourcentage présumé du contrôle dès lors qu'aucun autre actionnaire ne détient directement ou indirectement une fraction supérieure à la sienne.

- Elle devrait exclure les cas de franchissement du seuil du tiers en capital non accompagné d'un franchissement en droit de vote.

- Elle excluerait par ailleurs l'hypothèse où la société serait déjà contrôlée par un tiers.

- Elle excluerait également a contrario les hypothèses où la société serait déjà contrôlée par la personne franchissant le seuil du tiers ;

- . soit lorsqu'elle détenait ce contrôle avec moins du tiers des droits de vote (cf. le troisième alinéa de l'article 355-1)
- . soit lorsque le franchissement du seuil se fait à l'intérieur d'un groupe contrôlant déjà la société,
- . soit lorsque le franchissement du seuil résulte de l'acquisition de titres par une personne à des cédants extérieurs au groupe auquel elle appartient alors que ce groupe contrôle déjà la société.

. S'agissant des franchissements de seuil qui n'ont pas pour objet de modifier le contrôle de la société.

La rédaction proposée permet d'écartier les franchissements de seuil passifs les plus manifestes :

- . celui par exemple d'une personne détenant 30 % des droits de vote dans une société et qui viendrait à en détenir 35 % parce qu'un titulaire d'actions à droit de vote double a cédé ses titres et ce faisant a entraîné une diminution du nombre total des droits de vote,
- . celui encore d'une transmission à titre gratuit (succession),
- . enfin, celui où le franchissement du seuil d'un tiers se fait à un rythme très progressif sans intention de prendre le contrôle de la société.

Le texte proposé prévoit par ailleurs que pendant la durée de la dérogation les actions excédant le seuil du tiers sont privées de droits de vote. Il en est de même des droits de vote excédant le seuil du tiers et qui ne peuvent être exercés ni délégués.

Texte de l'amendement

Amendement

Insérer, après l'article 11 bis, un article additionnel ainsi rédigé :

Dans les cas qu'il détermine dans le règlement général prévu à l'article 6 de la loi n° 88-70 du 22 janvier 1988, le Conseil des Bourses de valeurs peut accorder, par avis motivé, assorti, le cas échéant, de conditions, une dérogation, suspendant l'obligation de déposer le projet d'offre publique mentionné au premier alinéa de l'article 11 bis lorsque le franchissement du seuil du tiers du capital ou des droits de vote n'a pas pour objet ni pour effet de modifier le contrôle de la société au sens de l'article 355-1 de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 précitée.

Pendant la durée de la dérogation, les actions excédant le seuil du tiers sont privées de droit de vote. Il en est de même des droits de vote excédant ce seuil qui ne peuvent être exercés ni délégués.

Article additionnel après l'article 11 bis

Dispositions relatives aux offres de retrait

Cet article additionnel proposé par la commission donne la possibilité au Conseil des Bourses de valeurs de demander à l'actionnaire ou aux actionnaires majoritaires d'une société inscrite à la cote officielle ou à la cote du second marché de présenter une offre de retrait portant sur la totalité des titres conférant ou pouvant conférer à terme des droits de vote.

Cette procédure peut être mise en oeuvre lorsqu'une personne agissant seule ou de concert avec une ou plusieurs personnes détient, directement ou indirectement, plus de 95 % du capital ou des droits de vote aux assemblées générales et lorsqu'un actionnaire minoritaire ou un détenteur de titres pouvant conférer à terme des droits de vote en fait la demande au Conseil.

Elle reprend, en précisant le seuil, les dispositions du dernier alinéa du texte de l'article 11 bis tel qu'il résulte du vote de l'Assemblée nationale.

Dans l'hypothèse où la personne ne se conformerait pas à la demande du Conseil des bourses de valeurs, la Commission des opérations de Bourse, si elle estime que ce refus porte atteinte aux intérêts des épargnants, peut, selon la procédure de droit commun prévue par le projet de loi, saisir le président du Tribunal de grande instance pour qu'il prononce injonctions et sanctions.

Texte de l'amendement

Amendement

Insérer après l'article 11 bis, un article additionnel ainsi rédigé :

Lorsqu'une personne physique ou morale, agissant seule ou de concert avec d'autres personnes, détient, directement ou indirectement, plus de 95 % du capital ou des droits de vote aux assemblées générales d'une société inscrite à la cote officielle ou à la cote du second marché et lorsqu'un actionnaire minoritaire ou un détenteur de titres pouvant conférer à terme des droits de vote en fait la demande, le Conseil des Bourses de valeurs peut demander à l'actionnaire ou aux actionnaires minoritaires de présenter une offre de retrait portant sur la totalité des titres conférant ou pouvant conférer à terme des droits de vote.

**Article additionnel après
l'article 11 bis**

**Renvoi au règlement général
du Conseil des bourses de valeurs
des conditions d'application**

Cet article additionnel a pour objet de renvoyer au règlement général du conseil des bourses de valeurs le soin de déterminer, dans le cadre de la compétence que lui a donnée la loi du 22 janvier 1988 pour fixer les règles de bon fonctionnement du marché :

- les conditions applicables aux procédures d'offres publiques dont les principes ont été posés à l'article 11 bis dans la rédaction que la commission propose.
- celles applicables aux offres de retrait mentionnées à l'article additionnel après l'article 11 bis ou lorsqu'une société inscrite à la cote officielle ou à la cote du second marché est transformée en société en commandite par actions.

S'agissant de la transformation d'une société en société en commandite par actions, on observe qu'une telle modification de la forme de société constitue pour l'actionnaire un amoindrissement de son droit de contrôle sur la gestion de la société, donc une perte de valeur de son titre.

Texte de l'amendement

Amendement

Insérer, après l'article 11 bis, un article additionnel ainsi rédigé :

Le règlement général prévu à l'article 6 de la loi n° 88-70 du 22 janvier 1988 sur les bourses de valeurs fixe, afin d'assurer l'égalité des actionnaires et la transparence du marché financier, les conditions applicables aux procédures d'offre publique et de surenchère et d'offre de retrait dans les cas déterminés par les articles 11 bis et 11 quater ci-dessus, ainsi que lorsqu'une société inscrite à la cote officielle ou à la cote du second marché est transformée en société en commandite par actions.

Article 12

Prise en compte de l'action de concert pour le franchissement de seuil, création d'un nouveau seuil et extension de l'obligation déclarative

1° - Commentaire

a) Le régime actuel des déclarations de seuil légales

L'article 356-1 de la loi du 24 juillet 1966 dans sa rédaction actuelle prévoit que toute personne physique ou morale qui vient à posséder un nombre d'actions représentant plus de 5 %, de 10 %, de 20 % du tiers ou de la moitié du capital d'une société ayant son siège sur le territoire de la République :

- informe cette société, dans un délai de 15 jours à compter du franchissement du seuil de participation du nombre total des actions de celle-ci qu'elle possède,

- en informe également la société des bourses française (SBF) dans un délai de cinq jours de bourse, la SBF devant porter cette information à la connaissance du public.

Ces déclarations sont également faites dans les mêmes délais lorsque la participation au capital devient inférieure aux seuils précités.

L'article 356-1 précise que pour déterminer les seuils de participation, sont assimilés aux actions possédées par la personne tenue à l'obligation de déclaration :

1° - celles qui sont possédées par les sociétés qu'elle contrôle ;

2° - celles qui sont possédées par un tiers en vertu d'un accord avec elle ou avec l'une des sociétés qu'elle contrôle ;

3° - celles que ladite personne ou l'une des personnes mentionnée au 1° et 2° est en droit d'acquérir, à sa seule initiative, en vertu d'un accord ; dans ce cas, les informations sont faites à la date de l'accord.

b) Les modifications apportées par le présent article

• L'introduction de la notion d'action de concert

Le projet de loi par son article 13 renvoie à un article 356-1-2 nouveau l'énumération des droits de vote qui sont assimilés aux actions possédées ou aux droits de vote détenus par la personne tenue à l'obligation de déclaration.

Dans cette énumération figurent "les droits de vote détenus par un tiers avec qui cette personne agit de concert".

La définition même de l'action de concert figure à l'article 356-1-3 nouveau introduit par le même article 13 du projet de loi.

Toutefois, la notion d'action de concert est introduite dès le présent article modifiant l'article 356-1.

Aussi, cette introduction semble quelque peu redondante avec la rédaction proposée pour le nouvel article 356-1-2.

On observera en outre que la nouvelle rédaction proposée par le paragraphe I du présent article pour le début de l'article 356-1 (toute personne physique ou morale agissant seule ou de concert) n'est pas satisfaisante. On s'interrogera notamment sur la signification des termes "une personne agissant de concert".

• La création d'un nouveau seuil

Le paragraphe I du présent article introduit un nouveau seuil qui doit faire l'objet d'une déclaration : le seuil des deux tiers du capital.

La directive européenne du 12 décembre 1988 "concernant les informations à publier lors de l'acquisition et de la cession d'une participation importante dans une société cotée en bourse" prévoit dans son article 4 la déclaration de cinq seuils : 10 %, 20 %, un tiers, la moitié et les deux tiers, sachant que les Etats membres peuvent ne pas appliquer les seuils de 20 % et du tiers lorsqu'ils appliquent un seul seuil de 25 %, de même peuvent-ils ne pas appliquer le seuil des deux tiers lorsqu'ils appliquent un seuil de 75 %.

Le présent article, en introduisant le seuil des deux tiers, se rapproche de la Directive sans pourtant supprimer le seuil de 5 % existant actuellement dans notre législation qui comportera désormais six seuils : 5 %, 10 %, 20 %, le tiers, la moitié et les deux tiers.

Le seuil de 5 % est en effet une information importante pour le marché notamment dans la société dont le capital est largement réparti dans le public.

Il en est de même du seuil des deux tiers dont le franchissement (à la hausse ou à la baisse) indique respectivement la disparition ou le rétablissement d'une possible minorité de blocage.

• L'introduction d'une obligation d'information portant sur le capital ou les droits de vote potentiels

Le paragraphe II du présent article introduit une obligation d'information, portant sur le nombre de titres détenus "donnant accès à terme au capital ainsi que les droits de vote qui y sont attachés".

Ce capital potentiel n'est pas pris en compte pour le calcul de la participation faisant l'objet d'une déclaration obligatoire mais il doit être fourni à titre d'information à l'occasion d'une telle déclaration.

La notion de "titres donnant accès à terme au capital" recouvre, à titre d'exemple, les obligations convertibles en actions ou les bons de souscription à des actions ou plus généralement les valeurs mobilières mentionnées à l'article 339-1 de la loi du 24 juillet 1966 qui autorise l'émission de valeurs mobilières donnant droit par conversion, échange, remboursement, présentation d'un bon ou de toute autre manière, à l'attribution à tout moment ou à date fixe de titres qui, à cet effet, sont ou seront émis en représentation d'une quotité du capital de la société émettrice. En revanche, on ne saurait comprendre parmi ses titres donnant accès à terme au capital, les actions acquérant à terme des droits de vote double. Ces titres sont des actions qui font partie du capital même si leurs droits de vote peuvent varier.

Il apparaît en effet nécessaire qu'à l'occasion d'un franchissement de seuil, la personne déclarante informe le marché (et la société) des titres qu'elle détient pouvant lui donner accès au capital surtout lorsque ces titres sont susceptibles à tout moment d'être transformés en actions (exemple d'une obligation convertible à tout moment en action à l'initiative de son détenteur).

En bonne logique, cette obligation d'information ne se limite pas aux titres que la personne tenue à la déclaration de franchissement de seuil possède directement mais également à ceux qui leur sont assimilés en vertu de l'article 356-1-2 (1°, 2° et 3°) nouveau introduit par l'article 13 du projet de loi, en l'espèce les "titres donnant accès à terme au capital ainsi que les droits de vote qui y sont attachés" détenus :

- par d'autres personnes ou organismes pour le compte de cette personne (1° de l'article 356-1-2)
- par les entreprises que contrôle cette personne (2° de l'article 356-1-2)
- par un tiers avec qui cette personne agit de concert (3° de l'article 356-1-2).

2°- Décision de votre Commission

Sous réserve d'un amendement rédactionnel précisant qu'une personne agit seule ou de concert avec une ou plusieurs personnes, votre Commission vous propose d'adopter cet article.

Texte de l'amendement

Amendement

Dans le I de cet article, remplacer les mots :

"agissant seule ou de concert"

par les mots :

"agissant seule ou de concert avec une ou plusieurs personnes"

Article 13

Précisions relatives aux modalités de franchissement de seuil

I - Article 356-1-1 de la loi du 24 juillet 1966 : prise en considération des droits de vote pour les modalités de calcul

1°- Commentaire

L'article 351-1 de la loi du 24 juillet 1966, non modifié par le présent projet de loi sur ce point, formule en terme de capital et d'action le calcul des participations devant donner lieu à déclaration de franchissement de seuil.

Ainsi, selon les services du Trésor et de la Société des bourses françaises, sont pris en compte pour apprécier un franchissement de seuil, les actions, les actions à dividende prioritaire sans droit de vote et les certificats d'investissement.

a) La distorsion entre capital et droit de vote

L'article 356-1-1 que le présent article 13 se propose d'introduire dans la loi du 24 juillet 1966 dispose que les pourcentages de franchissement de seuil sont calculés en droit de vote "lorsque le nombre ou la répartition des droits de vote ne correspond pas au nombre ou à la répartition des actions".

Une telle situation résulte de l'existence de plusieurs types de valeurs mobilières.

- Le démembrement de l'action en certificat d'investissement représentatif de droit pécuniaire et de certificat de droit de vote représentatif des autres droits attachés à l'action (article 283-1 et suivants de la loi du 24 juillet 1966).

- Les actions à dividende prioritaire sans droit de vote qui peuvent toutefois retrouver leurs droits de vote lorsque les dividendes prioritaires au titre dus au titre de trois exercices n'ont pas été intégralement versés (article 269-3).

- **Les actions à droit de vote double** : un droit de vote double peut être attribué par les statuts ou une assemblée générale extraordinaire à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au moins au nom du même actionnaire (articles 175 et 176).

Ce dispositif, dont la loi du 24 juillet 1966 prévoit qu'il peut être réservé aux actionnaires de nationalité française et à ceux ressortissant d'un Etat membre de la Communauté économique européenne, constitue un moyen de protéger la société contre des opérations inamicales car ces droits de vote double sont "détruits" dès lors qu'ils sont cédés. Ils ne peuvent être utilisés que par les anciens actionnaires.

On observera que la multiplication des valeurs mobilières donne une grande fragilité à la mesure des franchissements de seuil. Le capital n'est pas figé, beaucoup s'en faut : le nombre total d'actions peut varier quotidiennement par le jeu des conversions d'obligations ou des souscriptions de bons.

Les droits de vote totaux peuvent également varier :

- . lorsqu'une société ne distribue pas des dividendes prioritaires (les ADP retrouvent alors leurs droits de vote),
- . lorsqu'une personne vient à détenir depuis plus de deux ans des actions susceptibles d'acquérir le droit de vote double, et lorsqu'elle cèdera ces actions.

b) Opportunité de calculer en droits de vote

Il est évident que ce sont les droits de vote qui importent pour mesurer le pouvoir dans une société. Le jeu des certificats d'investissement, dont les certificats de droit de vote sont répartis entre les porteurs d'actions, le jeu des actions à dividende prioritaire, celui des droits de vote double ont pour effet que l'on peut être majoritaire en droits de vote dans une société sans pourtant l'être en capital.

Toutefois, le cas du droit de vote double peut entraîner des situations où le seuil en capital est franchi sans pour autant que le seuil en droit de vote le soit.

Exemple :

Soit une société A qui détient 300 actions depuis moins de deux ans. Le reliquat du capital (1.000 actions) est réparti entre 350 actions détenues depuis moins de deux ans et 450 actions détenues depuis plus de deux ans (elles ont le droit de vote double).

La société A détient donc 30 % du capital et 20,7 % des droits de vote.

Elle achète 50 actions supplémentaires. Si les actions qu'elle achète ne détenaient pas le droit de vote double dans les mains du vendeur, la société A vient à détenir 35 % du capital et 24 % des droits de vote.

Elle franchit donc le seuil du tiers en capital mais non en droits de vote.

Par ailleurs, deux cas de franchissement de seuil peuvent être envisagés :

- celui d'un doublement des droits de vote par simple détention prolongée qui pourrait avoir pour effet de faire franchir un seuil. Tel est d'ailleurs l'interprétation retenue ;

- celui d'un franchissement de seuil par modification du dénominateur dans l'hypothèse où une importante transaction a été réalisée par des tiers -un titulaire de droits de vote double cédant ses actions-. En vertu d'une interprétation prétorienne, confirmée par le projet de règlement général en matière de franchissement du seuil d'un tiers, l'on considère dans cette hypothèse que le franchissement de seuil est "passif" et ne doit pas être déclaré.

Il semble a priori surprenant que de telles interprétations puissent être élaborées en marge de la lettre de la loi alors que la non-déclaration de franchissement de seuil est sanctionnée pénalement.

En introduisant le calcul en droit de vote, le présent article se conforme à l'article 4 de la directive européenne du 12 décembre 1988 qui calcule en droit de vote les franchissements de seuil. Son dernier alinéa, toutefois, indique que les Etats membres peuvent prévoir en plus que l'information de la société en question doit avoir lieu également par rapport au pourcentage du capital.

En premier lieu, des difficultés à obtenir le nombre total de droits de vote rend difficile, voire aléatoire, ce calcul des franchissements de seuil. Le deuxième alinéa de l'article 356-1-1 prévoit à cet égard une publication annuelle, par les sociétés, ainsi

que des publications intermédiaires lorsqu'entre deux assemblées générales extraordinaires le nombre de droits de vote varie d'un pourcentage fixé par arrêté au nombre déclaré antérieurement : en l'espèce, ce pourcentage, qui figure dans le projet de règlement général du CBV soumis à homologation, serait de 2 %.

En second lieu, le maintien d'un calcul en capital constitue une information supplémentaire.

Il n'est pas indifférent de connaître, à l'occasion d'un franchissement de seuil en capital qui précède un franchissement en droits de vote, le montant des certificats d'investissement détenus par une personne et qui sont susceptibles d'être réunis à des certificats de droits de vote, ou le montant de la participation potentielle (en titres donnant accès à terme au capital) que cette personne fournit, à cette occasion, à titre d'information.

Toutefois, il semble que la multiplication des franchissements de seuil

- au nombre désormais de six,
- à la hausse et à la baisse,
- en droits de vote et en capital,

conduirait en quelque sorte à une sur-information du marché et nuirait, en définitive, à sa transparence.

2°- Décision de votre Commission

Compte tenu de la rédaction proposée pour l'article 356-1-1, seuls les seuils légaux seraient calculés en droits de vote à l'exclusion des seuils statutaires prévus par les deux derniers alinéas de l'article 356-1.

Il semble logique que les statuts des sociétés puissent prévoir que l'obligation supplémentaire qu'ils peuvent exiger des actionnaires en matière de déclaration de seuil (introduction de seuils, par fraction en capital ne pouvant toutefois être inférieure à 0,5 %) soit formulée également en droits de vote.

II - Article 356-1-2 de la loi du 24 juillet 1966 : Elément de détermination du numérateur

1° - Commentaire

L'article 356-1-2 introduit par le présent article dans la loi du 24 juillet 1966, énumère les droits de vote qui doivent être assimilés aux actions possédées ou aux droits de vote détenus par la personne tenue à déclarer les différents franchissements de seuil mentionnés à l'article 356-1.

Son dispositif reprend pour partie des éléments figurant actuellement à l'article 356-1 (alinéas 4 à 7) dont l'article 12 du projet de loi propose la suppression (voir supra) et pour partie les dispositions de l'article 7 de la directive européenne du 12 décembre 1988.

L'article 17 de la directive européenne envisage en effet 8 hypothèses d'assimilation :

1. Les droits de vote détenus en leur nom propre par d'autres personnes ou entités, pour le compte de cette personne ou entité,
2. les droits de vote détenus par les entreprises que contrôle cette personne ou entité,
3. les droits de vote détenus par un tiers avec qui cette personne ou entité a conclu un accord écrit qui les oblige à adopter, par un exercice concerté des droits de vote qu'ils détiennent, une politique commune durable vis-à-vis de la gestion de la société en question,
4. les droits de vote détenus par un tiers en vertu d'un accord écrit conclu avec cette personne ou entité ou avec l'une des entreprises que cette personne ou entité contrôle et qui prévoit un transfert provisoire et rémunéré de ces droits de vote,
5. les droits de vote attachés aux actions détenues par cette personne ou entité qui sont déposées en garantie, sauf quand le dépositaire détient des droits de vote et déclare son intention de les exercer ; dans ce cas, ils sont assimilés aux droits de vote que détient ce dernier,
6. les droits de vote attachés aux actions dont cette personne ou entité a l'usufruit,
7. les droits de vote que cette personne ou entité ou l'une des autres personnes ou entités mentionnées aux titres précédents peut acquérir, à seule initiative, en vertu d'un accord formel ; dans ce cas, les informations prévues sont faites à la date de l'accord,

8. les droits de vote qui sont attachés aux actions déposées auprès de cette personne ou entité et que celle-ci peut exercer comme elle l'entend en l'absence d'instructions spécifiques des détenteurs.

Le texte initial du gouvernement retenait six de ces huit hypothèses correspondant aux points 1 à 5 et 7 de la directive européenne.

L'Assemblée nationale a supprimé deux de ces hypothèses d'assimilation :

- celle envisagée au point n° 4 de la directive européenne et reprise au 4° du texte initial proposé pour l'article 351-6-2 correspondant au prêt de titres.

En droit français, les droits de vote sont utilisés par le bénéficiaire du prêt. Sauf hypothèse d'action de concert entre le prêteur et le bénéficiaire, ils n'ont pas à être pris en compte pour le calcul des franchissements de seuil dans la mesure où ils constituent des droits potentiels.

- celle envisagée au point n° 5 de la directive européenne et reprise au 5° du texte initial vise les droits de vote détenus par la personne concernée par le franchissement de seuil et qui sont déposés en garantie. L'Assemblée nationale a considéré que cette disposition n'avait pas d'objet dans la mesure où le droit français n'a pas transféré le droit de vote de l'apporteur en garantie au dépositaire.

Restent en définitive dans le texte adopté par l'Assemblée nationale quatre hypothèses d'assimilation.

- les droits de vote détenus par d'autres personnes ou organismes pour le compte de personne concernée (1° de l'article 356-1-2)

Cette hypothèse vise notamment les notions de prête-nom, de mandat de gestion, de comptes gérés. L'Assemblée nationale a supprimé la précision figurant dans le texte initial relative à la détention "en nom propre" qui n'aurait pas d'utilité en droit français actuel s'agissant d'une notion de droit étranger correspondant à l'affidation.

- les droits de vote détenus par les entreprises qu'elle contrôle (2° de l'article 356-1-2)

Il s'agit de la reprise d'une disposition figurant actuellement dans l'article 356-1 de la loi du 24 juillet 1966. Le contrôle s'entend au sens de

l'article 355-1 de ladite loi (voir supra article additionnel après l'article 11 bis).

- **les droits de vote détenus par un tiers avec qui elle agit de concert (3° de l'article 356-1-2)**

Le présent article 13 définit l'action de concert dans un article 356-1-3 nouveau (voir ci-après).

On observera que parmi les hypothèses d'assimilation retenues par l'article 356-1-2 introduites par le projet de loi, l'action de concert constitue un cas particulier.

En effet, dans l'hypothèse mentionnée par exemple au 2° de cet article (assimilation des droits de vote détenus par une entreprise contrôlée), la personne soumise à obligation de déclaration de franchissement de seuil est clairement identifiée. Un exemple suffit à le montrer : soit, en effet, une société A qui contrôle une société B. La société A détient 12 % des droits de vote d'une société X, la société B en détient 7 %. Si la société B porte sa participation dans la société X à 9 %, la société A sans avoir modifié sa propre participation devra déclarer le franchissement du seuil des 20 % au motif que sont assimilés à ses propres droits de vote (12 %) ceux détenus par une société qu'elle contrôle (9 %), soit au total 21 %.

En revanche, l'action de concert est réversible. Si une société A agit de concert avec une société B, la société B est également supposée agir de concert avec la société A. Dès lors, les sociétés A et B seraient l'une et l'autre soumise à l'obligation de déclaration de franchissement de seuil pour les droits de vote qu'elles détiennent à elles deux (voir infra article 356-1-3).

- **les droits de vote que la personne concernée est en droit d'acquérir à sa seule initiative en vertu d'un accord**

Cette disposition est la reprise de celle figurant actuellement à l'article 356-1 et vise notamment le cas des contrats optionnels.

L'article 7-4-1 du projet de règlement général du Conseil des Bourses de valeurs définit ces contrats :

Ils "réservent à l'une des parties la faculté soit de vendre, soit d'acheter une quantité de titres déterminée à un cours de bourse coté le jour du contrat ou à un cours de bourse coté le jour de l'échéance ou à un prix égal à la moyenne des cours cotés entre ces deux dates, soit de renoncer à l'opération sans dédit". Ces contrats doivent être enregistrés dans les livres de la société des Bourses françaises.

L'Assemblée nationale a néanmoins souhaité supprimer la mention reprise de la directive européenne d'un accord "formel" estimant que cette mention comportait le risque de vider la disposition de son contenu.

Il faut comprendre que cette hypothèse vise d'autres cas d'accord en vertu desquels une personne est en droit de sa propre initiative d'acquérir des droits de vote : il pourrait s'agir des options négociables.

On observera par ailleurs que cette disposition inclut, dans le calcul de la participation prise en compte pour les déclarations de franchissement de seuil, des droits de vote potentiellement détenus même si ces titres ne constituent pas des "titres donnant accès à terme au capital" mentionnés par l'article 12 du projet de loi car les contrats optionnels portent sur des actions existantes.

En outre, la rédaction proposée supprime la précision figurant tant dans le texte de la directive que dans l'actuel article 356-1, indiquant que la déclaration des droits de vote concernés se fait au moment de la date de l'accord.

Il n'en reste pas moins que dès lors qu'un tel accord est conclu, les droits de vote qu'il donne droit d'acquérir doivent être pris en compte dans le calcul de la participation susceptible de faire l'objet d'une déclaration obligatoire.

De même, la rédaction proposée s'écarte à la fois de la directive européenne et du texte actuel de l'article 356-1 en tant qu'elle ne vise pas les droits de vote que les personnes mentionnées au 1°, 2° ou 3° de l'article 356-1-2 sont en droit d'acquérir.

2° - Décision de votre commission

Votre Commission vous propose de préciser au 6° de l'article 356-1-2 que sont également pris en compte les droits de vote que les personnes mentionnées aux 1° à 3° de l'article sont "en droit d'acquérir à leur seule initiative". Ces personnes sont celles qui agissent pour le compte de l'intéressé, celles qu'il contrôle et celles qui agissent de concert avec lui.

III - Article 356-1-4 de la loi du 24 juillet 1966 : Définition de l'action de concert

1° - Commentaire

Cet article nouveau que le présent article 13 se propose d'introduire dans la loi du 24 juillet 1966 définit l'action de concert.

Sont considérées comme agissant de concert les personnes qui ont conclu un accord exprès en vue d'acquérir ou de céder des droits de vote ou en vue d'exercer des droits de vote pour mettre en oeuvre une politique commune durable vis-à-vis de la gestion de la société.

a) Les conditions de l'action de concert

La première condition pour qu'il y ait action de concert consiste donc à exiger un accord exprès (1). La directive européenne visait un accord écrit.

La seconde condition tient aux objectifs de cet accord.

Deux objectifs doivent être distingués :

- l'acquisition ou la cession de droits de vote,
- l'exercice de droit de vote pour mettre en oeuvre une politique durable vis-à-vis de la gestion de la société.

Chacun conçoit la nécessité de la notion d'action de concert dans le cas de "raid" ou de ramassage en bourse. Un groupe d'investisseurs peut en effet souhaiter tourner la législation sur les franchissements de seuil ainsi que l'obligation nouvelle introduite d'un dépôt obligatoire d'offre publique et prendre le contrôle d'une société sans avertissement préalable ni contrainte à l'égard des actionnaires minoritaires. Pour ce faire, il suffirait d'agir à plusieurs, chacun restant en-deça des seuils de participations devant être déclarés.

Il est effectivement souhaitable de prévoir dans cette hypothèse que tous les titres détenus ou qui viennent à être détenus par les personnes agissant de concert soient agrégés.

- L'une des deux hypothèses d'action de concert retenue par le projet de loi vise les accords exprès "en vue d'exercer des droits de vote pour mettre en oeuvre une politique commune durable vis-à-vis de la société". Cette hypothèse vise des personnes déjà actionnaires de la société ou qui se proposent d'adopter un tel comportement lorsqu'elles le seront devenues.

(1) Le dictionnaire Robert de la langue française définit le mot exprès de la façon suivante : "qui exprime formellement la pensée, la volonté".

Cette formulation reprend la conception de l'action de concert telle qu'elle figure dans la directive européenne du 12 décembre 1988 :

"Un accord écrit qui oblige les personnes concernées à adopter, par un exercice concerté des droits de vote qu'ils détiennent, une politique commune durable vis-à-vis de la gestion de la société."

- Mais le texte proposé par le présent projet de loi envisage un second cas d'action de concert non prévu cette fois par la directive : celui d'un accord exprès "en vue d'acquérir ou de céder des droits de vote".

Cette formule vise les cas d'achats (ou de cessions) concertés d'actions. Dans ces cas, les titres détenus par les différentes personnes agissant ainsi de concert sont pris en compte notamment pour l'appréciation des franchissements de seuil (à la hausse et à la baisse).

En revanche, elle ne saurait viser les hypothèses où existent entre actionnaires des conventions de préemption : si l'un d'entre eux souhaite céder ses titres, il doit les proposer aux autres actionnaires parties à la convention.

De telles conventions ne peuvent constituer en effet des "accords en vue d'acquérir ou de céder des droits de vote", puisqu'elles se contentent d'avoir pour objet de prévoir l'hypothèse où l'un des actionnaires souhaiterait céder ses titres et les moyens qui seraient alors mis en oeuvre pour les reclasser.

D'ailleurs, s'il en était différemment, se poserait un problème grave pour la protection de l'actionnariat des sociétés. Car si les actionnaires, ayant conclu de telles conventions entre eux, étaient considérés comme agissant de concert, et si les titres qu'ils détiennent étaient considérés comme "fongiles" au regard des franchissements de seuil cela signifierait que l'actionnariat stable d'une société ne saurait franchir le seuil du tiers du capital.

En effet, l'article 11 bis du projet de loi ferait alors obligation aux actionnaires de déposer une offre publique d'achat sur les 2/3 (ou la totalité du capital : cf. la proposition de votre Commission).

En revanche, de telles conséquences seraient encourues, dans l'hypothèse où un accord existait en vue d'exercer des droits de vote pour mettre en oeuvre une politique commune.

Dans cette hypothèse, les actionnaires renoncent en effet à leur liberté d'appréciation et de vote. S'ils consentent cette limitation par un accord entre eux, se pose effectivement la question de la "coagulation" de leur participation dans la société. Mais cette hypothèse ne doit bien entendu pas être confondue avec le soutien normal qu'une équipe dirigeante est en droit d'attendre de ses principaux actionnaires.

b) Les cas de présomption

En outre, le texte proposé envisage deux cas où un tel accord est présumé exister :

- **entre la société et ses dirigeants,**
- **entre une société et les autres sociétés intégrées dans les comptes consolidés tels qu'ils sont définis aux articles 357-1 et suivants.**

La notion de "sociétés intégrées dans des comptes consolidés" doit être précisée.

L'intégration stricto sensu vise :

- **l'intégration globable qui correspond à l'hypothèse d'un contrôle exclusif au sens de l'article 357-1.**

Le contrôle exclusif par une société résulte :

- **soit de la détention directe ou indirecte de la majorité des droits de vote dans une autre entreprise ;**
- **soit de la désignation, pendant deux exercices successifs, de la majorité des membres des organes d'administration, de direction ou de surveillance d'une autre entreprise ; la société consolidante est présumée avoir effectué cette désignation lorsqu'elle a disposé au cours de cette période, directement ou indirectement, d'une fraction supérieure à quarante pour cent des droits de vote, et qu'aucun autre associé ou actionnaire ne détenait, directement ou indirectement, une fraction supérieure à la sienne ;**

- soit du droit d'exercer une influence dominante sur une entreprise en vertu d'un contrat ou de clauses statutaires, lorsque le droit applicable le permet et que la société dominante est actionnaire ou associée de cette entreprise.

- **l'intégration proportionnelle** qui s'applique aux sociétés contrôlées conjointement. Le contrôle conjoint étant "le partage du contrôle d'une entreprise exploitée en commun par un nombre limité d'associés ou d'actionnaires, de sorte que les décisions résultent de leur accord".

L'article 357-1 prévoit enfin un troisième mode de consolidation qui n'est pas une intégration stricto sensu mais une "mise en équivalence" et qui vise l'hypothèse d'une société sur laquelle la société consolidante exerce "une influence notable";

L'influence notable n'est pas définie mais elle est présumée. Le dernier alinéa de l'article 357-1 dispose en effet :

"L'influence notable sur la gestion et la politique financière d'une entreprise est présumée lorsqu'une société dispose, directement ou indirectement, d'une fraction au moins égale au cinquième des droits de vote de cette entreprise".

La rédaction proposée pour le dernier alinéa de l'article 356-1-3 exclut donc les sociétés "mises en équivalence" et ne retient que les hypothèses de contrôle exclusif ou conjoint à l'exception de "l'influence notable".

La présomption créée par l'article 356-1-4 est simple, au sens où les personnes visées peuvent apporter la preuve qu'elles n'agissent pas de concert.

c) Utilité et usage de la notion d'action de concert

L'action de concert telle que définie par le projet d'article 356-1-3 est utilisée essentiellement pour le calcul des participations :

- franchissement de seuil au sens de l'article 356-1,
- franchissement de seuil entraînant le dépôt obligatoire d'une offre publique (art. 11 bis du projet de loi et article 5-3-1 du projet de règlement général du CBV).

- mise en oeuvre de l'action spécifique prévue par l'article 10 de la loi du 6 août 1986 relative aux modalités d'application des privatisations pour le calcul des participations supérieures à 10 %.
- projet de loi n° 254 Sénat (1988-1989) modifiant la dite loi du 6 août 1986 pour l'application du régime de déclaration préalable des prises de participation de plus de 10 %.

Il s'agit donc d'une notion qui n'est pas exclusivement, comme son insertion la loi du 24 juillet 1966 pourrait l'indiquer, liée aux franchissements de seuil prévus à l'article 356-1 de la dite loi mais d'une définition générale.

Cette situation explique la redondance existant entre l'article 356-1-2 et 356-1-3 en matière de franchissement de seuil.

Le premier de ces articles assimilait, pour le calcul des franchissements de seuil, les droits de vote possédés par la personne soumise à déclaration et ceux détenus par :

- les sociétés qu'elle contrôle,
- les personnes avec qui elle agit de concert.

Dans ce dernier cas, sont présumées agir de concert avec elle, en vertu de l'article 356-1-3, les sociétés intégrées dans ses comptes consolidés, notamment donc les sociétés qu'elle contrôle.

En matière de franchissement de seuil réalisé par une société et les sociétés qu'elle contrôle, les titres de ces dernières seraient assimilés aux titres détenus par la première à un double titre :

- en vertu d'une présomption irréfragable, résultant de l'article 356-1-1,
- en vertu d'une présomption simple dans le cadre de l'action de concert, résultant de la conjonction des articles 356-1-2 et 356-1-3.

Compte tenu des autres usages possibles que peut recevoir la notion d'action de concert en dehors du franchissement de seuil, on considèrera que cette redondance entre l'article 356-1-1 et 356-1-3 ne constitue pas une véritable incohérence.

2) - Décision de votre Commission

a) L'accord "exprès"

Votre Commission vous propose, en premier lieu, de supprimer le terme "exprès" dont est qualifié l'accord conclu entre les personnes agissant de concert

Ce terme "exprès" n'apporte pas d'élément de définition véritablement utile dès lors qu'à la différence de la formule retenue par la Directive européenne, est écartée l'exigence d'un accord écrit.

b) Les sociétés contrôlées

Votre Commission propose, en second lieu, que l'action de concert soit présumée entre les sociétés contrôlées par la même ou les mêmes personnes.

Le texte proposé limite en effet la présomption entre une société et les sociétés qu'elle contrôle effectivement ou conjointement au sens de l'article 357-1 de la loi du 24 juillet 1966.

Il convient de prévoir le cas fréquent où les filiales elles-mêmes agissent de concert.

Ce faisant, l'action de concert visera également les sociétés publiques de premier rang qui ont l'Etat pour actionnaire commun, majoritaire voire unique.

L'expérience récente a montré en effet au travers des travaux de la Commission de contrôle sénatoriale (1) et lors des débats sur le projet de loi modifiant la loi de privatisation (2) que ces sociétés publiques agissaient ou pouvaient agir de concert, sous l'impulsion de leur actionnaire commun.

(1) Rapport fait au nom de la commission de contrôle de l'action des organismes publics ayant trait à des opérations financières portant sur le capital des sociétés privatisées, créée en vertu d'une résolution adoptée par le Sénat le 20 décembre 1988, par M. Roger Chinaud (n° 265 1988-1989).

(2) Rapport fait au nom de la commission des Finances sur le projet de loi modifiant la loi n° 86-912 du 6 août 1986 relative aux modalités d'application des privatisations par M. André Fosset (n° 328 1988-1989).

c) La solidarité

Votre Commission vous propose, en dernier lieu, de préciser que les personnes agissant de concert sont solidairement tenus aux obligations de la loi et des règlements.

En effet, comme on l'a vu, l'action de concert est réversible (voir supra) : si A agit de concert avec B, B agit nécessairement de concert avec A.

Il importe de préciser dans ces conditions que ces personnes sont solidairement tenues aux diverses déclarations et obligations qui leur sont faites : franchissements de seuil (sanctionnés pénalement), dépôt obligatoire d'offre publique, déclaration préalable au ministre chargé de l'économie des prises de participation dans le capital des sociétés privatisées (projet de loi Sénat n° 254) etc...

IV - Article 356-1-4 de la loi du 24 juillet 1966 : Transmission des pactes d'actionnaires

Commentaire

Cet article, introduit par l'Assemblée nationale à l'initiative de M. Jean Le Garrec, député, propose que "toute convention conclue entre des actionnaires d'une société cotée sur l'un des marchés réglementés français comportant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions doit être transmise à la Commission des Opérations de Bourse".

La Commission des Finances de l'Assemblée nationale a émis un avis défavorable à cet amendement aux motifs :

- que le dispositif envisagé constituerait un facteur supplémentaire de clandestinité sous la forme de pactes oraux courants dans la vie des affaires et conduirait à fragiliser l'organisation des sociétés françaises cotées ;
- qu'il réduirait l'attractivité de la place de Paris vis-à-vis des sociétés étrangères cotées par rapport aux autres places sur lesquelles une telle obligation n'existe pas.

Le Gouvernement a émis un avis de sagesse sous réserve d'un amendement tendant à substituer le Conseil des Bourses de valeurs à la Commission des Opérations de Bourse. Ce sous-amendement n'a pas été d'ailleurs adopté par l'Assemblée nationale.

La sagesse du ministre d'Etat a été justifiée par le souci de réfléchir à l'occasion d'une seconde lecture du projet de loi (1) notamment sur le problème des sociétés de taille moyenne.

Dans le droit actuel, les tribunaux reconnaissent la validité des pactes d'actionnaires et leur opposabilité, notamment en période d'offre publique (2).

La Commission des Opérations de Bourse a précisé dans un règlement du 13 mars 1986 (3) que les notes d'information émises lors d'une offre publique par la société initiatrice et par la société visée indiquent les accords existant à la connaissance des conseils d'administration respectifs sur les titres de la société visée lorsqu'ils peuvent avoir une incidence sur l'issue de l'opération.

La C.O.B. avait par ailleurs suggéré dans son dix-neuvième rapport (1986) que les conventions conclues de façon permanente par des actionnaires qui se consentiraient mutuellement ou accordaient à des tiers un droit de préemption sur les titres qu'ils entendaient céder, soient considérées comme suspendues pendant une offre publique dès lors qu'elles n'ont pas été rendues publiques six mois au moins avant l'ouverture de la procédure.

On observera que l'obligation de communication des conventions qu'introduit le présent article est dépourvue de sanction tant à l'égard de leurs signataires qu'à l'encontre de la validité des conventions elles-mêmes.

oOo

Votre Commission vous propose d'adopter l'article 13 du projet sous réserve des amendements qu'elle apporte aux différents articles introduits par cet article dans la loi du 24 juillet 1966.

(1) L'urgence ayant été déclarée sur le projet de loi, il n'y aura pas de seconde lecture mais commission mixte paritaire

(2) Voir notamment le jugement du tribunal de commerce en date du 28 juillet 1986.

(3) Règlement 86-01 du 13 mars 1986 modifiant la décision générale du 25 juillet 1978.

Texte des amendements

Amendement

Après le premier alinéa du texte proposé par cet article pour l'article 356-1-1 de la loi du 24 juillet 1966, insérer un nouvel alinéa ainsi rédigé :

"Dans le cas visé par l'alinéa ci-dessus, les statuts de la société peuvent prévoir que l'obligation supplémentaire d'information mentionnée à l'avant-dernier alinéa dudit article porte sur la détention de droits de vote."

Amendement

Rédiger comme suit le 6° du texte proposé par cet article pour l'article 356-1-2 de la loi n°66-537 du 24 juillet 1966 :

"6°- les droits de vote que cette personne ou l'une des personnes mentionnées au 1° à 3° ci-dessus est en droit d'acquérir à sa seule initiative en vertu d'un accord."

Amendement

Dans le premier alinéa du texte proposé par cet article pour l'article 356-1-3 de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966, supprimer le mot "exprès".

Amendement

Compléter le texte proposé par cet article pour l'article 356-1-3 de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 par un alinéa ainsi rédigé :

"- entre des sociétés contrôlées par la même ou les mêmes personnes."

Amendement

Compléter le texte proposé par cet article pour l'article 356-1-3 de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 par un alinéa ainsi rédigé :

"Les personnes agissant de concert sont tenues solidairement aux obligations qui leur sont faites par la loi et les règlements."

Article 14

Mention obligatoire des détenteurs de plus des deux tiers du capital social

1° - Commentaire

Cet article de coordination vise à introduire le seuil des deux tiers créé par l'article 12 du projet de loi :

-à l'article 356-3 de la loi du 24 juillet 1966. Cet article dispose qu'en fonction des informations reçues en application de l'article 356-1, le rapport présenté aux actionnaires sur les opérations de l'exercice mentionne l'identité des personnes physiques ou morales possédant plus de 5 %, 10 %, 20 %, du tiers ou de la moitié du capital social. Par coordination avec l'article 356-1 il importe d'introduire le seuil des deux tiers dans cet article 356-3.

-à l'article 481 de ladite loi cet article punit d'une amende de 2.000 F à 6.000 F les dirigeants de société qui n'ont 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 représentant plus de 5 %, 10 %, 20 % du tiers ou de la moitié du capital d'une telle société. Ces mêmes peines sont applicables aux commissaires aux comptes pour défaut de la même mention dans leur rapport. Il importe également dans cet article d'introduire le seuil des deux tiers créé par l'article 12 du projet de loi modifiant l'article 356-1 de la loi du 24 juillet 1966.

2° - Décision de votre commission

Votre Commission vous propose de poursuivre dans la voie de la coordination avec les dispositions introduites cette fois par l'article 13 du projet de loi qui insère un article 356-1-1 nouveau dans la loi du 24 juillet 1966.

Cet article prévoit que lorsque le nombre ou la répartition des droits de vote ne correspond pas au nombre ou à la répartition des actions, les franchissements de seuil légaux mentionnés à l'article

356-1 sont calculés en droit de vote. Dès lors il convient de prévoir que le rapport présenté aux actionnaires qui mentionne les "informations reçues en application de l'article 356-1", fasse état de la détention des droits de vote lorsque l'on se trouve dans le cas visé à l'article 356-1-1.

Texte de l'amendement

Amendement

Rédiger comme suit cet article :

I- A l'article 356-3 de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966, les mots "ou de la moitié du capital social" sont remplacés par les mots : "de la moitié ou des deux tiers du capital social ou des droits de vote aux assemblées générales".

II- Au deuxième alinéa (1°) de l'article 481 de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 les mots : "ou de la moitié du capital" sont remplacés par les mots : "de la moitié ou des deux tiers du capital ou des droits de vote aux assemblées générales".

Article 15

Augmentation des sanctions applicables pour non-respect des déclarations de franchissement de seuils

1° - Commentaire

a) Le régime actuel des sanctions

- **Les seuils légaux**

- En premier lieu, les personnes physiques, ou les dirigeants des personnes morales qui sciemment se sont abstenus de procéder aux déclarations de franchissement de seuils prévues par l'article 356.1 de la loi du 24 juillet 1966 peuvent être punis d'une amende de 6 000 à 120 000 F (Article 481-1 de ladite loi),

- En second lieu, l'article 356.4 dans sa rédaction actuelle prévoit qu'à défaut d'avoir été régulièrement déclarées, les actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée, sont privées du droit de vote pour toute assemblée d'actionnaires qui se tiendrait jusqu'à l'expiration d'un délai de trois mois suivant la date de la régularisation de la notification. Cette sanction ne s'applique toutefois qu'à la non-déclaration des franchissement de seuil dans les sociétés inscrites à la cote officielle d'une bourse de valeur ou à la cote du second marché.

- **Les seuils statutaires**

L'article 356-1, avant dernier alinéa, de la loi du 24 juillet 1966 dispose que les statuts d'une société peuvent prévoir une obligation supplémentaire d'information portant sur la détention de fractions du capital qui ne peuvent être inférieures à 0,5 %.

Il est prévu au dernier alinéa de cet article qu'en cas de non respect de ces déclarations de seuil statutaire, les dispositions de l'article 356-4 (la privation des droits de vote pour les actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée) ne s'appliquent qu'à la demande, consignée dans le procès verbal de l'assemblée générale, d'un ou plusieurs actionnaires détenant 5 % au moins du capital de la société si les statuts de celle-ci ont prévu expressément cette possibilité.

b) Les dispositions du projet de loi

• **Le renforcement des sanctions actuelles**

Le projet de loi dans le paragraphe I du présent article prévoit que les actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée sont privées du droit de vote pour toute assemblée générale qui se tiendrait jusqu'à l'expiration d'un délai de deux ans (et non plus de trois mois) suivant la date de la régularisation de la notification.

Le texte précise par ailleurs, par harmonisation avec les dispositions introduisant le calcul des franchissements de seuil en droits de vote, que les droits de vote attachés à ces actions et qui n'ont pas été régulièrement déclarés ne peuvent être exercés ou délégués par l'actionnaire défaillant.

Cette dernière précision visant le cas de délégation de droit de vote a été introduite par amendement à l'Assemblée nationale.

• **L'introduction d'une sanction nouvelle**

Le paragraphe II du présent article introduit une sanction nouvelle qui permet au tribunal de Commerce, dans le ressort duquel la société a son siège social, de prononcer la suspension totale ou partielle pour une durée ne pouvant excéder cinq ans, de ses droits de vote à l'encontre de toute actionnaire qui n'aurait pas procédé aux déclarations prévues à l'article 356-1.

Le tribunal de Commerce peut être saisi par le président de la société, un actionnaire ou de la Commission des opérations de bourse. Le ministère public doit être entendu.

Cette sanction nouvelle ne s'applique, de même que la privation des droits de vote excédant la fraction non déclarée (article 356-4 en vigueur), qu'à la non déclaration des franchissements de seuil dans les sociétés dont les actions sont inscrites à la cote officielle d'une bourse de valeur ou à la cote du second marché.

L'Assemblée nationale a souhaité atténuer la rigueur du texte initial du Gouvernement en limitant à cinq ans au maximum la suspension des droits de vote que peut prononcer le tribunal de Commerce.

En effet, la disposition nouvelle du projet de loi est fortement dissuasive dans la mesure où elle permet la suspension de tous les droits de vote de l'actionnaire défaillant et non plus seulement de ceux qui sont attachés aux titres qu'il détient excédant la fraction devant faire l'objet d'une déclaration.

2°- Décision de votre Commission

a) l'actionnaire de mauvaise foi.

Compte tenu de la gravité de la sanction qui peut être prononcée par le tribunal de Commerce, il conviendrait de préciser qu'une telle mesure, qui laisse d'ailleurs au tribunal une marge d'appréciation s'agissant de la suspension totale ou partielle ou de la durée de cette suspension à l'intérieur d'une période de cinq ans, ne peut être prononcée qu'à l'égard d'un actionnaire de mauvaise foi.

b) la sanction des non déclarations des franchissements de seuil statutaires.

Ce dispositif pose, en second lieu, le problème des sanctions applicable en cas de non-respect des franchissements de seuil statutaires.

La lecture conjuguée de l'article 356-1, avant-dernier et dernier alinéas, et de l'article 356-4 modifié par le projet de loi fait apparaître une incohérence :

• L'article 356-1 dernier alinéa prévoit que les dispositions de l'article 356-4 s'applique au non respect des déclarations de seuil statutaires "à la demande, consignée dans le procès-verbal de l'Assemblée générale, d'un ou plusieurs actionnaires détenant 5 % au moins du capital de la société émettrice, si les statuts de celle-ci lui en ont donné expressément la possibilité".

• L'article 356-4 tel que complété par le § II de l'article 15 prévoit que le tribunal de Commerce peut prononcer la suspension totale ou partielle pour une durée ne pouvant excéder cinq ans de ses droits de vote à l'encontre de tout actionnaire qui n'aurait pas procédé aux déclarations prévues à l'article 356-1" c'est-à-dire non seulement les déclarations des seuils légaux (1er et 2e alinéa de cet article) mais également les déclarations de franchissements statutaires (avant dernier et dernier alinéas). Le tribunal est saisi par le président de la société,

un actionnaire (quel que soit le nombre de ses actions) ou le président de la COB.

Il convient dès lors de corriger ce défaut de coordination en limitant dans le texte de l'article 356-1, dernier alinéa, le visa à l'article 356-4, aux seuls premier et deuxième alinéas de cet article.

Il est clair dans ces conditions que deux régimes coexistent :

- **la constatation par l'Assemblée générale, à la demande d'un ou plusieurs actionnaires représentant au moins 5 % du capital, de la privation des droits de vote des actions excédant la fraction non déclarée ;**
- **la sanction prononcée par le tribunal de commerce portant sur tout ou partie des droits de vote qui peut être saisi par le président de la société, tout actionnaire ou encore le président de la COB.**

A l'occasion de cette coordination, il convient de corriger une erreur matérielle qui s'est glissée à la fin de l'article 356-1 lors du vote de la loi du 17 juin 1987 sur l'épargne.

c) une interrogation

L'introduction dans la loi de l'action de concert pose le problème non seulement de l'identité de la personne qui est tenue à déclaration des franchissements de seuil mais également celui de l'application des sanctions prévues.

Dans l'hypothèse où plusieurs personnes agissent de concert :

- **l'action de concert peut être passive : la "coagulation" des droits de vote détenus par chacune des personnes entraîne le franchissement de seuil,**
- **elle peut recouvrir également le comportement actif d'une de ces personnes qui achète des titres, lesquels, cumulés avec ceux déjà détenus par les autres personnes, entraînent le franchissement de seuil.**
- **elle peut encore se traduire par un comportement actif de toutes les personnes agissant de concert qui procèdent à des acquisitions à des moments différents.**

Dans chacune de ces hypothèses, comment s'appliquent, à chacune des personnes agissant de concert, les sanctions prévues par

l'alinéa 356-4 privant de leurs droits de vote "les actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée" ?

Compte tenu de cette interrogation et sous réserve de deux amendements, votre Commission propose d'adopter cet article.

Texte des amendements

Amendement

Rédiger comme suit la fin du texte proposé par le § II de cet article pour l'article 356-4 de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966,

"... prononcer, à titre de sanction, la suspension pour une durée ne pouvant excéder cinq ans, de tout ou partie de ses droits de vote à l'encontre de tout actionnaire de mauvaise foi qui n'aurait pas procédé aux déclarations prévues à l'article 356-1."

Amendement

Compléter cet article par un paragraphe III ainsi rédigé :

III - Dans le dernier alinéa de l'article 356-1 de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 précitée les mots "prévues à l'article 356-4" sont remplacés par les mots : "prévues aux premier et deuxième alinéas de l'article 356-4" et les mots "si les statuts de celle-ci lui en ont donné expressément la possibilité" par les mots "si les statuts de celle-ci ont prévu expressément cette possibilité".

Article additionnel avant l'article 16

Situation particulière des sociétés du secteur audiovisuel

1° - Commentaire

Les dispositions relatives aux offres publiques d'achat sont destinées, aux termes de l'exposé des motifs, à

"garantir le respect des intérêts des actionnaires minoritaires, des dirigeants des sociétés et des initiateurs d'OPA".

Pleinement soucieuse de l'importance des objectifs ainsi définis, votre Commission a souhaité que soient également soumises à ces dispositions les sociétés cotées du secteur audiovisuel.

Actuellement, l'article 39 de la loi du 30 septembre 1986 sur la liberté de communication, en limitant le seuil maximum de participation d'une personne physique ou morale dans une société de télévision hertzienne terrestre à 25 % du capital ou des droits de vote (1), empêche ces sociétés de recourir aux mécanismes boursiers traditionnels de prise de contrôle ou de défense du capital.

Il introduit donc un risque de déstabilisation de la position de l'actionnaire principal, et donc de fragilisation de la situation des actionnaires minoritaires.

Sans remettre en cause le principe du dispositif anti-concentration dans les médias défini par l'article 39 de la loi du 30 septembre 1986, votre Commission propose de faire passer le seuil maximum de 25 % à un tiers du capital ou des droits de vote.

(1) Pour les sociétés de télévision par satellite, le seuil maximum est fixé à 50 %.

Le relèvement de ce seuil plafond, joint à l'application de l'ensemble des dispositions du présent titre, sous réserve des dispositions de l'article 39 de la loi de 1986 ainsi modifiée, permettront de mieux garantir la stabilité de l'actionnariat de ces sociétés, et, partant d'assurer la protection de leurs petits actionnaires (1).

(1) *Cet amendement ne vise que les sociétés cotées à la cote officielle ou au second marché.*

Soit essentiellement Canal Plus, dont la capitalisation boursière atteint 12 milliards de francs, et TF1, dont la capitalisation boursière atteint 9 milliards de francs.

• A titre de comparaison, pour les 55 sociétés françaises dont la capitalisation boursière est comprise entre 5 et 15 milliards de francs,

- dans 63 % des cas, il existe un actionnaire contrôlant à lui seul plus de 33,33 % du capital

- dans 20 % des cas, le contrôle du capital est assuré par l'existence d'un groupe d'actionnaires très stable, souvent complété par un pacte de préférence.

• En outre, l'analyse de la situation des sociétés du secteur audiovisuel des principaux partenaires, notamment européens, fait apparaître qu'en règle générale, il n'existe aucun principe qui limite la participation d'un actionnaire au sein d'une même société de télévision.

Ainsi, en Italie, le groupe Fininvest contrôle 3 chaînes de télévision à 100 %.

En République fédérale d'Allemagne, le groupe Bertelsmann contrôle RTL + à 40 %.

Aux Etats-Unis, aucune règle ne limite la participation d'un actionnaire au sein d'une même société de télévision.

Au Royaume-Uni, aucune limitation générale de la participation d'un actionnaire au capital d'une société de télévision n'est envisagée dans le Livre blanc du gouvernement sur l'audiovisuel.

Article 16

Adaptation des sanctions applicables pour certaines infractions relatives à la direction et à l'administration de certaines sociétés

1°- Commentaire

Cet article vise à supprimer les sanctions pénales (une amende de 2.000 F à 6.000 F) frappant les dirigeants (présidents, administrateurs, directeurs généraux) des sociétés anonymes qui n'auraient pas procédé à la publication d'un certain nombre de documents.

Il s'agit, en premier lieu, pour les sociétés dont les actions sont inscrites à la cote officielle :

- de l'inventaire des valeurs mobilières détenues en portefeuille à la clôture de l'exercice et du tableau relatif à la répartition et à l'affectation des sommes distribuables qui seront proposées à l'assemblée générale (documents annexés aux comptes de la société),
- du rapport commentant les données chiffrées relatives au chiffre d'affaires et aux résultats de la société au cours du semestre écoulé et décrivant son activité au cours de cette période ainsi que son évolution prévisible au cours de l'exercice et les événements importants survenus au cours du semestre écoulé (rapport qui doit être établi dans les quatre mois qui suivent le premier semestre de l'exercice).

Pour les sociétés dont les actions ne sont pas inscrites à la cote officielle ou qui ne revêtent pas la forme de société par actions mais dont la moitié du capital appartient à une ou plusieurs sociétés cotées, il s'agit de l'inventaire des valeurs mobilières détenues en portefeuille à la clôture de l'exercice.

2°- Décision de votre Commission

Votre Commission vous propose d'adopter cet article sans modification.

TITRE III

Dispositions relatives aux gérants de portefeuille

∴

Présentation générale

1° - Statut actuel des remisiers et gérants de portefeuille

o Les professions de remisier et de gérant de portefeuille sont actuellement distinctes, quoique régies par la même loi (loi n° 72-1128 du 21 décembre 1972 relative aux remisiers et gérants de portefeuille) et soumises à des obligations le plus souvent identiques.

Les remisiers sont, aux termes de l'article premier de la loi du 21 décembre 1972, les personnes autres que les banques et les établissements financiers qui font profession d'apporter des affaires aux sociétés de bourse sans leur être liées par un contrat de travail.

Les gérants de portefeuille sont les personnes autres que les banques, les établissements financiers et les sociétés de bourse qui font profession de gérer des portefeuilles de valeurs mobilières pour le compte de leur clientèle.

La loi prévoit expressément la possibilité, pour une même personne, d'exercer ces deux activités conjointement.

Il convient en outre d'observer que les sociétés de bourse et les établissements de crédit (maisons de titres notamment) peuvent exercer des activités relevant de la loi du 21 décembre 1972, sans y être pour autant soumis ; leur activité est alors régie par les dispositions générales applicables à l'exercice de leur profession (loi bancaire du 24 janvier 1984 et règlements pris sur son fondement, loi du 22 janvier 1988 et règlements applicables aux sociétés de bourse).

o L'accès à la profession est subordonné à l'obtention d'une "carte d'auxiliaire de la profession boursière", dont les conditions de délivrance sont prévues par le décret n° 73-634 du 5 juillet 1973 portant application de la loi du 21 décembre 1972. Ce décret a été modifié par un décret du 9 juillet 1987.

La carte est délivrée par le Conseil des bourses de valeurs, après avis d'une instance présidée par un représentant de la société des bourses françaises, d'un représentant du Conseil national du crédit, d'un remisier ou gérant de portefeuille et d'une personnalité qualifiée.

Le demandeur doit satisfaire à une expérience professionnelle attestée par un établissement de crédit ou une société de bourse.

Il ne doit pas, enfin, avoir été frappé des sanctions prévues en matière de faillite, de démarchage ou d'interdiction d'exercice de la profession de banquier.

Toute demande doit d'ailleurs être transmise au Parquet, qui peut faire opposition à la délivrance de la carte.

L'octroi ou le refus de la carte d'auxiliaire de la profession boursière peut faire l'objet d'un recours non suspensif, devant le tribunal de grande instance.

o La profession est, en principe, exercée par des personnes physiques, selon l'article 3 de la loi du 21 décembre 1972. Le choix de la forme sociale est possible, mais la majorité des droits sociaux doit alors être détenue par des personnes titulaires de la carte d'auxiliaire de la profession boursière.

o Les remisiers et gérants de portefeuille ne peuvent (article 6 de la loi de 1972) recevoir de dépôts de la clientèle ni effectuer des opérations entre les comptes de leurs clients ou entre le compte d'un de leurs clients et leur propre compte.

L'activité de ces intervenants est donc limitée à l'exécution d'ordres de bourse ou autres opérations sur titres pour le compte de leurs clients, dans le cadre d'un mandat de gestion.

2° - L'opportunité d'une réforme de la profession

o Selon le rapport, rendu en janvier 1989, de la Commission sur l'organisation des autorités du marché, présidée par M. Yves Le Portz, "la régulation des activités financières comporte aujourd'hui un certain nombre de lacunes".

Parmi ces lacunes, la Commission relève l'absence de contrôle satisfaisant sur les "auxiliaires de bourse-remisiers, apporteurs d'affaires, conseils en gestion de portefeuille- dont l'activité soit n'est pas ou mal réglementée, soit entre difficilement dans les cadres législatifs existants".

Or, les projets de directives communautaires (projet de directive sur les services en investissement, notamment) obligent, selon cette commission, à traiter l'ensemble des activités financières, pour chacune desquelles un agrément devrait être délivré et un certain nombre de mesures assurant la protection de l'épargne prises.

o Sans jouer un rôle totalement fondamental, la profession de remisier et gérant de portefeuille tient une place non négligeable ; selon les chiffres communiqués lors des débats à l'Assemblée nationale, le nombre de remisiers et gérants de portefeuille actifs serait de 665, gérant des capitaux d'un montant d'environ 70 milliards de francs (1).

Aussi le projet de loi propose-t-il une réforme reposant sur les axes suivants :

- délivrance, par la Commission des opérations de bourse, d'un agrément à l'exercice de la profession de gérant de portefeuille, la profession de remisier n'étant plus distinguée de celle-ci ;
- surveillance disciplinaire des gérants de portefeuille par la COB, dans le cadre d'un règlement pris par celle-ci ;
- exercice de la profession par des sociétés anonymes présentant une garantie financière suffisante et dont les dirigeants soient à la fois honorables et dotés d'une expérience professionnelle.

Cette réforme n'appelle, dans ses principes, aucune critique de votre Commission des Finances; certaines de ses modalités, toutefois, pourraient être utilement modifiées

(1) Rapport A.N. n° 563 de M. Christian Pierret, page 129.

Article 17

Modalités d'exercice de l'activité de gestion de portefeuille

1° - Commentaire

L'article 17 précise trois points : la procédure de délivrance de l'agrément, les conditions d'obtention de cet agrément et les modalités du contrôle des gérants de portefeuille.

a) La procédure de délivrance de l'agrément

o L'agrément serait accordé par la Commission des opérations de bourse. Ce choix est logique et aligne la situation des gérants de portefeuille sur celle des organismes de placement collectif en valeurs mobilières qui, depuis la loi du 23 décembre 1988 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et portant création de fonds communs de créances, doivent également être agréés par cette instance (et non plus par le ministre chargé de l'économie et des finances).

o La décision de la COB serait précédée d'un avis, délivré par une commission composée de cinq membres :

- un représentant du Conseil des bourses de valeurs, proposé par ce Conseil,
- un représentant du Conseil du marché à terme, proposé par ce Conseil,
- un représentant des établissements de crédit, proposé par "l'organisme représentatif des établissements de crédit",
- deux gérants de portefeuille, désignés par le ministre de l'économie et des finances, "après consultation de la profession".

Cette disposition reprend, peu ou prou, celle prévue par le décret du 5 juillet 1973 pris en application de la loi du 21 décembre 1972.

Toutefois :

- la commission prévue par le projet comprend deux (et non un) gérants de portefeuille,

- elle comprend en outre un représentant du Conseil du marché à terme, dans la mesure où la compétence des gérants de portefeuille est, désormais, prévue en matière de contrats à terme négociables.

Par ailleurs, la Commission instaurée par le projet comprend un "représentant... de l'organisme représentatif des établissements de crédit", alors que la Commission prévue par le décret de 1973 comprenait un représentant du Conseil national du crédit. Les termes "organisme représentatif des établissements de crédit", quoique imprécis, semblent faire référence à l'Association française des établissements de crédit plutôt qu'au Conseil national du crédit. L'Association française des établissements de crédit étant mentionnée dans la loi du 24 janvier 1984 relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit (dite "loi bancaire") à l'article 24 de cette loi, il serait préférable de la viser expressément.

Sur le fond, s'il semble logique de conférer à la COB le pouvoir d'agréer les gérants de portefeuille, par parallélisme avec le droit applicable aux OPCVM, une difficulté ne doit pas être ignorée : le transfert à la COB des pouvoirs exercés jusqu'ici par le Conseil des bourses de valeur avec recours devant le juge judiciaire entraîne un changement de l'ordre juridictionnel compétent, qui serait désormais l'ordre administratif. En outre, le contentieux des décisions relatives aux gérants de portefeuille relèverait, si le projet était laissé en l'état, pour partie du juge administratif (agrément et retrait d'agrément) et, pour une autre partie, du juge judiciaire (sanctions autres que le retrait d'un agrément) (cf. amendement à l'article 7 bis).

Une telle situation n'est guère satisfaisante ; c'est pourquoi votre Commission des Finances a décidé de remettre au juge judiciaire le contentieux des décisions en matière d'agrément, par un amendement à l'article 7 bis du projet de loi.

b) Les conditions de délivrance de l'agrément

Ces conditions sont fixées par le second alinéa de l'article 17 ; elles sont au nombre de trois :

- les dirigeants doivent avoir l'honorabilité et l'expérience professionnelle nécessaire ; cette disposition, traditionnelle en matière d'agrément, reprend les règles actuellement applicables ;

- l'activité doit être exercée par une société anonyme ;

- cette société doit présenter une garantie financière suffisante.

Ces deux dernières conditions appellent des observations.

Le recours à la forme de la société anonyme, en premier lieu, s'explique par l'existence d'un capital minimum de 250.000 francs qui constituera une garantie de solvabilité pour l'exercice de la profession. La société anonyme constitue toutefois une forme lourde (nécessité de réunir au moins sept actionnaires et d'obtenir le concours de trois membres au moins du conseil d'administration) et qui a, en outre, l'inconvénient de ne pas comporter de responsabilité illimitée des dirigeants s'étendant à leur patrimoine propre.

La forme de la société en commandite par actions échappe à ces objections ; le nombre d'actionnaires commanditaires peut n'être que de trois ; le ou les commandités, par ailleurs, encourent une responsabilité illimitée.

Ainsi seraient combinés les avantages d'une séparation claire des risques encourus par les apporteurs de capitaux, limités aux apports et par les gestionnaires, qui auraient le statut de commandités.

La notion de "garantie financière suffisante" semble, par ailleurs, insuffisamment précise ; il serait opportun d'indiquer que cette garantie peut être constituée, soit par un capital social minimal, dont le montant, qui serait fixé par un règlement de la COB, serait supérieur au seuil légal de 250.000 francs, soit par la souscription d'une assurance en responsabilité professionnelle, soit par la présentation d'un cautionnement suffisant. Ces précisions pourraient être fournies par le règlement de la COB ; votre Commission des Finances souhaite, quoi qu'il en soit, que la condition de capital minimum ne soit que progressivement introduite, afin de permettre à la profession d'y faire face.

c) Le contrôle de l'activité des gérants de portefeuille

o Ce contrôle serait exercé par la Commission des opérations de bourse, dans des conditions précisées par un règlement émis par elle.

Deux autres solutions auraient été possibles.

Le contrôle aurait pu, en premier lieu, être remis au Conseil des bourses de valeurs ; exerçant la discipline des professions boursières, il aurait été concevable qu'il assurât également celle des auxiliaires de ces professions. Cette solution n'a pas été retenue, dans le but de conforter l'indépendance des gérants de portefeuille vis-à-vis des sociétés de bourse.

Le contrôle aurait également pu être remis au Conseil de discipline des organismes de placement collectif en valeurs mobilières, moyennant la représentation des gérants de portefeuille au sein de cette instance. Cette solution n'a pas non plus été retenue, en raison du degré insuffisant d'organisation et d'homogénéité de la profession de gérant de portefeuille.

o Le principe arrêté par l'article 17 paraît donc satisfaisant. Toutefois, une lacune substantielle doit être soulignée ; hormis le retrait d'agrément, la COB ne disposerait dans l'état actuel du texte d'aucune sanction, l'article 17 n'instaurant pas la hiérarchie classique de mesures disciplinaires prévue pour les sociétés de bourse, les intervenants sur le marché à terme et les OPCVM.

Dans ces conditions, la COB devrait recourir aux sanctions "de droit commun", prévues par l'article 5 du projet ; or, la liste de ces sanctions, qui ne prévoit ni l'avertissement ni le blâme, n'est pas adaptée à la fonction disciplinaire qu'exercera en l'occurrence la COB ; le fait que le degré d'organisation de la profession soit actuellement insuffisant pour permettre une "auto-discipline" ne doit pas impliquer l'absence de discipline ; conférer expressément et temporairement celle-ci à la COB semble être la meilleure manière de préparer son transfert ultérieur à la profession.

2° - Décision de la Commission

Votre Commission des Finances a adopté trois amendements à l'article 17.

Le premier substitue, au second alinéa de l'article, les termes sociétés en commandite par actions aux termes sociétés anonymes, le premier de ces deux statuts étant mieux adapté à l'exercice de la profession de gérant de portefeuille que le second.

Le second amendement insère dès le second alinéa la référence au règlement de la COB destiné à préciser les conditions d'obtention de l'agrément.

Le troisième amendement, enfin, précise les conditions d'exercice par la COB de la discipline et du contrôle des gérants de portefeuille. Cet amendement reprend la liste des sanctions prévues en matière de discipline pour tous les autres intervenants du marché ; les sanctions ne pourraient excéder le décuple des profits illicites éventuellement réalisés ou le chiffre de 2 millions de francs, qui paraît mieux adapté que celui de 10 millions, prévu par le droit commun.

Texte des amendements

Amendement

Dans le second alinéa de cet article, remplacer les mots :

sociétés anonymes

par les mots :

sociétés en commandite par actions

Amendement

Compléter le second alinéa de cet article par la phrase suivante :

Les conditions d'obtention de l'agrément sont précisées par un règlement de la Commission des Opérations de Bourse.

Amendement

Remplacer les deux derniers alinéas de cet article par cinq alinéas ainsi rédigés :

Toute infraction aux lois et règlements applicables aux gérants de portefeuille, tout manquement aux règles de pratique professionnelle de nature à nuire aux intérêts de la clientèle, donne lieu à des sanctions disciplinaires prononcées par la Commission des opérations de bourse.

Les sanctions sont motivées et ne peuvent être prononcées sans que les personnes concernées, qui peuvent se faire assister d'un conseil, aient été entendues ou dûment appelées.

Les sanctions sont l'avertissement, le blâme, l'interdiction à titre temporaire de tout ou partie des activités et le retrait d'agrément. La Commission peut également prononcer des sanctions pécuniaires, dont montant ne peut excéder deux millions de francs ou le décuple des profits éventuellement réalisés.

Le montant de la sanction doit être proportionné à la gravité des manquements commis et aux avantages et profits illicites tirés de ces manquements.

Le produit des sanctions pécuniaires est versé au Trésor public.

Articles 18, 19, 20

Reprise et modification de certaines dispositions de la loi du 21 décembre 1972 et abrogation de cette loi

1° - Commentaire

o L'article 18 du projet de loi reprend les dispositions de l'article 6 de la loi du 21 décembre 1972 relative aux remisiers et gérants de portefeuille, qui interdit aux gérants de portefeuille de recevoir des dépôts de leur clientèle et d'effectuer des opérations entre le compte de l'un de leurs clients et leur propre compte ou des opérations directes entre les comptes de leurs clients. En revanche, l'interdiction de recevoir des procurations portant sur d'autres matières que les opérations sur titres n'est pas reprise ; le champ d'intervention des gérants de portefeuille est donc élargi.

o L'article 19 punit des peines prévues à l'article 405 du Code pénal (qui réprime l'escroquerie) les personnes exerçant une activité de gestion de portefeuille sans avoir reçu l'agrément prévu à l'article 17 ou qui ne respectent pas les dispositions de l'article 18.

Actuellement, les peines encourues (article 10 de la loi du 21 décembre 1972) sont une amende de 3.600 francs à 60.000 francs et un emprisonnement de six mois à deux ans ; les peines prévues à l'article 405 du Code pénal sont plus sévères (emprisonnement d'un an à cinq ans, amende de 3.600 francs à 2,5 millions de francs).

Il est permis de s'interroger sur la disparité entre les sanctions prévues en cas de gestion sans agrément d'un OPCVM et celles instituées par le présent article ; en vertu de l'article 24 de la loi du 23 décembre 1988, l'exercice sans agrément de l'activité de placement collectif en valeurs mobilières n'est en effet puni que d'un emprisonnement de six mois à deux ans, la peine d'amende étant, il est vrai, plus sévère (100.000 francs à 5 millions de francs).

o L'article 20 prévoit l'abrogation de la loi du 21 décembre 1972 ; toutefois, cette loi demeurerait applicable aux gérants de portefeuille n'ayant pas encore obtenu l'agrément prévu à l'article 17, cet agrément devant intervenir au plus tard le 31 mars 1990, soit dans un délai d'un peu moins d'un an à compter d'aujourd'hui. Ce délai peut paraître bref si un capital minimum élevé est requis ; c'est pourquoi l'introduction de cette obligation devra être progressive.

2° - Décision de la commission

Votre Commission a adopté sans modification les articles 18 et 19 du projet de loi.

A l'article 20, elle a adopté un amendement précisant que la cessation d'activité des gérants de portefeuille au 31 mars 1990 à défaut d'agrément ne sera effective que si ce défaut d'agrément est imputable à un refus d'agrément par la COB. Cette précision peut sembler superfétatoire mais doit, néanmoins, figurer expressément dans la loi. Par coordination, elle a également adopté un amendement précisant que la loi du 21 décembre 1972 resterait applicable au-delà du 31 mars 1990 lorsque la COB n'a pas statué, à cette date, sur une demande d'agrément.

Texte des amendements

Article 20

Amendement

Compléter le deuxième alinéa de cet article par la phrase suivante :

Elle demeure également applicable pour ces personnes tant que la Commission des opérations de bourse n'a pas statué sur leur demande d'agrément.

Amendement

Rédiger ainsi le troisième alinéa de cet article :

Le défaut d'agrément à la date du 31 mars 1990, lorsqu'il est imputable à un refus de la Commission des opérations de bourse, entraîne l'obligation...

2

TITRE IV

Dispositions diverses

-:-

Article 21 A

Autonomie financière du Conseil du marché à terme

1° - Commentaire

. L'article 1er de la loi n° 87-1158 du 31 décembre 1987 relative au marché à terme a institué un Conseil du marché à terme "représentatif de l'ensemble des professions concernées" et lui a confié une mission d'intérêt général : "veiller au bon fonctionnement du marché".

L'ampleur de cette mission conduit le Conseil du marché à terme à établir le règlement général du marché applicable à toutes les places et à vérifier et approuver les règlements particuliers établis par les comités spécialisés (1), à effectuer les contrôles et à prononcer les sanctions disciplinaires nécessaires au respect de ces règlements (2).

Elle n'est assortie, dans la loi, d'aucune définition de services, ni de moyens de financement propres.

. Aussi, cet article nouveau, qui résulte d'un amendement introduit par le gouvernement lors de la discussion à l'Assemblée nationale, vise à accorder l'autonomie financière au Conseil du marché à terme en lui conférant le droit de fixer le montant des cotisations nécessaires à l'accomplissement de sa mission.

Il s'agit d'une condition indispensable pour garantir à la fois l'indépendance de cet organisme et l'efficacité de son contrôle.

(1) Article 6 de la loi du 28 mars 1885 sur le marché à terme modifiée par la loi du 31 décembre 1985.

(2) Articles 7, 15, 17 de la loi du 28 mars 1885 modifiée.

2° - Décision de la Commission

Votre Commission considère que tout ce qui contribue à renforcer l'autonomie et l'efficacité des organisations professionnelles du marché contribue à garantir la transparence et la sécurité du marché.

Elle estime toutefois qu'il est préférable de ne pas se limiter à garantir la seule autonomie financière du Conseil du marché à terme, mais qu'il faut également le doter de la personnalité morale.

Texte de l'amendement

Amendement

Rédiger ainsi le texte proposé pour compléter le premier alinéa de l'article 5 de la loi du 28 mars 1885 relative aux marchés à terme :

"Le Conseil du Marché à Terme est doté de la personnalité morale. Il fixe le montant des cotisations nécessaires à l'accomplissement de sa mission."

Article 21

Deuxième délibération du Conseil du marché à terme

1°- Commentaire

• Le Conseil du marché à terme et le Conseil des bourses de valeurs, autorités professionnelles du marché, peuvent prendre des **sanctions disciplinaires** sur le fondement des règlements qu'ils établissent et qui sont homologués par le ministre chargé de l'économie, après avis de la Commission des opérations de bourse (1).

Dans les deux cas, les conseils peuvent agir soit d'office, soit à la demande du commissaire du Gouvernement qui siège auprès d'eux (2).

• L'article 21 vise à introduire pour la Commission des opérations de bourse la possibilité de demander une **deuxième délibération** au Conseil du marché à terme.

L'article 21 modifie ainsi l'article 5 de la loi du 28 mars 1885 sur les marchés à terme, afin de prévoir cette possibilité.

L'article 24 du projet de loi modifie d'ailleurs de façon parallèle l'article 5 de la loi du 22 janvier 1988 relative aux bourses de valeurs, afin de prévoir la possibilité, pour la Commission des opérations de bourse de demander au **Conseil des bourses de valeurs une deuxième délibération**.

• Il ne s'agit pas d'établir un contrôle de la Commission des opérations de bourse en matière disciplinaire sur les décisions des deux organisations professionnelles visées, mais seulement d'assurer une **meilleure cohérence** des décisions prises afin de garantir le bon fonctionnement du marché.

(1) Conseil des bourses de valeurs : articles 5 et 8 de la loi du 22 janvier 1988 sur les bourses de valeur.

(2) Conseil du marché à terme : article 17 de la loi du 28 mars 1885.

Il s'agit donc d'une disposition utile. Elle renforce en tout cas la nécessité de prévoir la présence d'un représentant de la Commission des opérations de bourse au sein de chacune des deux instances. Seule une présence effective et directe permettra en effet d'assurer que cette nouvelle disposition est utilisée à bon escient et de façon efficace.

2°- Décision de la Commission

Votre Commission vous propose d'adopter l'article 21 sans modification.

Article 21 bis

Modification des conditions de désignation des personnes participant à la compensation des contrats à terme d'instruments financiers

1° - Commentaire

• L'article 21 bis résulte d'un amendement adopté par l'Assemblée nationale à l'initiative du Gouvernement. Cet article modifie la rédaction du premier alinéa de l'article 8 de la loi du 28 mars 1885 sur les marchés à terme, qui résulte de la loi du 17 juin 1987 sur l'épargne (article 39 de cette loi, qui a elle-même modifié un texte introduit dans la loi du 28 mars 1885 par la loi du 11 juillet 1985 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier).

En quatre ans, cet alinéa aura donc été créé puis modifié deux fois.

• L'article 8 de la loi du 28 mars 1885, dans sa rédaction primitive (article 9 de la loi du 11 juillet 1985) prévoyait que seuls les agents de change, les établissements de crédit à vocation générale, les agents du marché interbancaire (article 69 de la loi bancaire du 24 janvier 1984) et les maisons de titres (article 99 de cette même loi bancaire) avaient qualité pour effectuer la négociation des contrats à terme d'instruments financiers, c'est-à-dire échanger les contrats sur le marché en confrontant les offres et les demandes.

Puis, l'article 39 de la loi du 17 juin 1987 a apporté deux modifications à ce dispositif ; d'une part, la Caisse des dépôts et consignations a été ajoutée à la liste des établissements susceptibles de participer à la compensation des contrats et, d'autre part, les notions de compensation des contrats et de négociation de ces mêmes contrats ont été distinguées. Les agents de change, les établissements de crédit, les agents du marché interbancaire, les maisons de titres et la Caisse des dépôts ont été reconnus comme ayant seuls le droit de participer à la compensation des contrats (et donc d'adhérer à la Chambre de compensation) ; s'agissant de la négociation des contrats, en revanche, il a été prévu que les adhérents de la chambre puissent "déléguer" cette fonction à des négociateurs qui ne soient pas adhérents et, donc, non habilités à participer à la compensation.

• L'article 21 bis du projet qui nous est soumis ne porte pas atteinte à cette possibilité conférée aux adhérents de la chambre de désigner les négociateurs des contrats. Elle supprime, en revanche, l'adhésion de droit des établissements ayant la qualité d'agent de change (de société de bourse), d'établissement de crédit, d'agent du

marché interbancaire ou de maison de titres. La chambre de compensation pourra, en effet, désormais "habiliter" les personnes admises à participer à la compensation des contrats, dans des conditions définies par le règlement général du marché, édicté par le Conseil du marché à terme.

Il s'agit donc de permettre à la chambre de compensation d'effectuer une sélection parmi les établissements qui forment la demande de participer à la compensation. Cette sélection s'effectuera selon des critères objectifs, dont le règlement général déterminera la substance.

Cette modification de la loi apparaît légitime : la chambre de compensation étant garante de la bonne fin des opérations doit pouvoir, le cas échéant, refuser les demandes d'adhésion.

2° - Décision de la Commission

Votre Commission des Finances a adopté sans modification l'article 21 bis.

Article 22

Saisine du Conseil du marché à terme par la Commission des opérations de bourse

1°- Commentaire

Actuellement, l'article 17 de la loi du 28 mars 1885 sur les marchés à terme dispose qu'en matière disciplinaire le Conseil du marché à terme *"agit soit d'office, soit à la demande du commissaire du Gouvernement"*.

Le présent article propose que la Commission des opérations de bourse puisse également saisir le Conseil du marché à terme, pour lui demander de prononcer une sanction disciplinaire, ainsi qu'elle en a déjà la faculté à l'égard du Conseil des bourses de valeurs.

2°- Décision de la Commission

Votre Commission vous propose d'adopter cet article sans modification.

Article additionnel avant l'article 23

Transfert au juge judiciaire de l'examen du contentieux des décisions disciplinaires du Conseil des bourses de valeurs et du Conseil du marché à terme

Avant l'article 23, votre Commission des Finances a adopté un article additionnel tendant à unifier le contentieux des décisions individuelles du Conseil des bourses de valeurs et du Conseil du marché à terme, en remettant l'examen de l'ensemble de celui-ci au juge judiciaire.

Actuellement, les recours contre ces décisions sont portés devant le juge judiciaire, sauf lorsqu'elles ont un caractère disciplinaire, en vertu des dispositions de l'article 5 de la loi du 22 janvier 1988 sur les bourses de valeurs et de l'article 6 de la loi du 28 mars 1885 sur les marchés à terme. Ces articles préservent en outre naturellement la compétence du juge administratif pour statuer sur la légalité des décisions à caractère réglementaire de ces deux organes.

Réserver à la juridiction administrative le contentieux des décisions disciplinaires n'apparaît aujourd'hui plus nécessaire.

En effet :

- les comportements des intermédiaires et les décisions qu'ils suscitent relèvent désormais, en vertu de l'article 7 bis du projet, du juge judiciaire, lorsqu'ils sont sanctionnés par la COB ; on peut donc craindre d'inutiles complications si les mêmes faits, lorsqu'ils donnent lieu à sanctions disciplinaires par le Conseil des bourses de valeurs ou le Conseil du marché à terme, continuent à être déferés devant le juge administratif ;

- les sanctions disciplinaires décidées par le CBV et le CMT ont une forte spécificité par rapport aux sanctions disciplinaires classiques, qu'elles soient infligées à des fonctionnaires ou aux ressortissants d'ordres professionnels ; ces sanctions sont en effet, le cas échéant, des sanctions pécuniaires, de type "quasi pénal". Les recours formés contre ces sanctions doivent donc relever de la compétence des juridictions judiciaires.

A ces considérations s'ajoute l'opportunité de l'unification générale du contentieux financier et de sa dévolution à un seul ordre juridictionnel.

L'encombrement actuel des juridictions administratives, dû à l'augmentation considérable des recours formés devant elles milite également pour cette solution.

Texte de l'article additionnel

Amendement

Avant l'article 23, insérer un article additionnel ainsi rédigé :

I.- Le dernier alinéa de l'article 5 de la loi n° 88-70 du 22 janvier 1988 précitée est ainsi rédigé :

"L'examen des recours contre les décisions du Conseil des bourses de valeurs autres que celles ayant un caractère réglementaire relève de la compétence du juge judiciaire, dans les conditions prévues à l'article 12 de l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967 instituant une Commission des opérations de bourse et relative à l'information des porteurs de valeurs mobilières et à la publicité de certaines opérations de bourse."

II.- Le dernier alinéa de l'article 6 de la loi du 28 mars 1885 précitée est ainsi rédigé :

"L'examen des recours contre les décisions du Conseil du marché à terme autres que celles ayant un caractère réglementaire relève de la compétence du juge judiciaire, dans les conditions prévues à l'article 12 de l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967 instituant une Commission des opérations de bourse et relative à l'information des porteurs de valeurs mobilières et à la publicité de certaines opérations de bourse."

Article 23

Compétence disciplinaire du Conseil du marché à terme à l'égard des employés des opérateurs sur le marché

1° - Commentaire

• L'article 23 insère un article 17 bis nouveau dans la loi du 28 mars 1885 sur les marchés à terme. Cet article 17 bis nouveau tend à combler une lacune de la loi du 28 mars 1885.

Cette loi prévoit en effet la compétence du Conseil du marché à terme pour infliger des sanctions disciplinaires, d'une part aux établissements opérant la compensation des contrats à terme et à leurs négociateurs et, d'autre part, aux personnes qui se livrent au démarchage en vue d'opérations sur le marché à terme.

Contrairement à la situation prévalant pour les sociétés de bourse, en revanche, aucun dispositif de sanctions n'est prévu à l'encontre des employés de ces personnes opérant sur le marché.

L'article 17 bis nouveau prévoit donc la création d'une compétence disciplinaire du Conseil du marché à terme à l'égard de ces employés, qu'ils agissent sous l'autorité d'établissements participant à la compensation ou à la négociation de contrats à terme d'instruments financiers ou d'établissements participant à la négociation de contrats à terme de marchandises.

• Le fondement de l'intervention du Conseil du marché à terme serait la violation d'une obligation professionnelle ; la procédure serait identique à celle prévue en matière de sanction des employés de sociétés de bourse, l'article 17 bis nouveau de la loi du 28 mars 1885 renvoyant expressément à l'article 9 de la loi du 22 janvier 1988 sur les bourses de valeurs. Cet article 9 prévoit une procédure contradictoire, une saisine d'office du Conseil des bourses de valeurs (ici, du Conseil du marché à terme) ou une saisine par le commissaire du Gouvernement ou la Commission des opérations de bourse et une gamme de sanctions classique (avertissement, blâme, retrait temporaire ou définitif de la carte professionnelle), assortie de la possibilité d'infliger des sanctions pécuniaires en cas de profit illicite réalisé sur le fondement d'un manquement aux obligations professionnelles ; le montant de ces sanctions pécuniaires est limité au triple du profit illicite réalisé.

• L'article 23 paraît opportun ; on peut toutefois observer que le pouvoir de sanction disciplinaire du Conseil du marché à terme (qu'il s'agisse des adhérents de la chambre de compensation ou de

leurs employés) peut s'exercer concurremment avec celui du Conseil des bourses de valeurs (lorsque l'adhérent est une société de bourse) ou avec celui de la Commission bancaire (lorsque l'adhérent est un établissement de crédit).

Cette compétence conjointe est imputable à la nature des pouvoirs du Conseil du marché à terme (compétence "ratione materiae"), qui ont vocation à s'exercer dès lors qu'il y a intervention sur le marché à terme et à celle des pouvoirs du Conseil des bourses de valeurs et de la Commission bancaire (compétence "ratione personae") qui ont vocation à s'exercer dès lors qu'une société de bourse ou un établissement de crédit est en cause.

Il pourrait se révéler utile, dans ces conditions, pour assurer la cohérence des champs d'action des différentes autorités de marché et garantir le respect de la règle "non bis in idem" de prévoir une compétence exclusive du Conseil du marché à terme pour sanctionner les manquements aux lois, règlements et obligations professionnelles afférents à ce marché.

2° - Décision de la Commission

Votre Commission des Finances a adopté sans modification l'article 23 du projet de loi.

Article 23 bis

Modification des règles applicables au démarchage et aux propositions d'opérations lorsqu'un marché étranger est en cause

1° - Commentaire

• Cet article a été introduit lors des débats à l'Assemblée nationale ; il résulte d'un amendement proposé par M. Christian Pierret, adopté sans réserve par le Gouvernement.

Le deuxième alinéa de l'article 18 de la loi du 28 mars 1885, dont le texte est modifié par l'article 23 bis du projet, dispose, dans son texte actuel :

- que le démarchage ou la publicité portant sur des produits financiers cotés sur des marchés étrangers ne sont autorisés qu'en cas de réciprocité,
- que le démarchage ou la publicité portant sur ces produits sont soumis au visa de la COB.

L'article 23 bis conserve la notion de réciprocité ; il ne prévoit plus, en revanche, le visa de la COB, mais la reconnaissance du marché étranger, par décret. Le dispositif qu'il propose s'articule comme suit :

- le public ne peut être sollicité, sous quelque forme que ce soit (démarchage, publicité ou autre forme de sollicitation), en vue de l'acquisition de produits financiers cotés sur un marché étranger ;
- cette règle générale ne s'applique pas lorsque le marché étranger a été reconnu par décret.

Le texte nouveau proposé pour le second alinéa du paragraphe I de l'article 18 est donc à la fois plus restrictif que le texte actuel (toutes les formes de sollicitation sont visées et non plus seulement le démarchage et la publicité) et plus souple que celui-ci (il est permis de solliciter le public dès lors que le marché a été reconnu, sans que le visa de la COB soit désormais exigé sur les propositions concrètes faites aux épargnants).

Cette modification est motivée par l'apparition de nouveaux marchés et, plus précisément, celui qui résulterait de la mise en oeuvre du projet "Globex".

Ce projet, formé par le Chicago Mercantile Exchange (marché à terme de Chicago) vise à la "construction d'un réseau informatique mondial dédié (sic) à la négociation de contrats à terme et d'options", selon les renseignements fournis à votre rapporteur.

Ce réseau permettrait la souscription, par voie télématique, de contrats à terme ou d'options cotés sur les principales places financières mondiales. Face à un tel projet, le visa de la COB n'aurait, paraît-il, plus de signification réelle. Dans ces conditions, la simple reconnaissance du marché par décret, sous réserve de réciprocité, serait suffisante.

Cette argumentation a convaincu votre rapporteur, qui s'interroge néanmoins sur la signification de la notion de réciprocité appliquée à un marché à vocation mondiale.

2° - Décision de la commission

Votre Commission a adopté sans modification l'article 23 bis.

Article 24

Deuxième délibération du Conseil des bourses de valeurs

1° - Commentaire

L'article 24 vise à introduire la possibilité pour la Commission des opérations de bourse de demander au Conseil des bourses de valeurs une seconde délibération, lorsque celui-ci prend des décisions à caractère disciplinaire. L'article 5 de la loi du 22 janvier 1988 sur les bourses de valeurs est modifié à cet effet.

2° - Décision de votre Commission

Pour des motifs déjà exposés dans le commentaire de l'article 21 (possibilité, pour la Commission des opérations de bourses de demander une deuxième délibération du Conseil du marché à terme), votre Commission des Finances a adopté sans modification l'article 24.

**Article 24 bis
et articles additionnels après l'article 24 bis**

**Limitation de la garantie accordée à la clientèle
des sociétés de bourse**

1° - Commentaire

L'article 24 bis résulte d'un amendement proposé par le Gouvernement lors des débats de l'Assemblée nationale. Cet amendement pose un problème de principe, qui doit être examiné à la lumière de l'évolution de la législation.

a) L'évolution de la législation en matière de garantie.

● Jusqu'à l'intervention de la loi du 22 janvier 1988 sur les bourses de valeurs, les agents de change, officiers ministériels, étaient solidairement responsables des engagements contractés par chacun d'entre eux ; cette responsabilité solidaire et illimitée résultait d'un arrêté du 27 prairial an X, dont les principes furent développés par l'article 90 du Code du commerce, par l'article 55 du décret du 7 octobre 1890 et par l'article premier de l'ordonnance du 10 décembre 1958.

L'article 55 du décret du 7 octobre 1890 disposait :

"La chambre syndicale ne peut se refuser à exécuter le marché pour le compte de l'agent de change en défaut, dans la limite de la valeur totale tant des offices de la Compagnie ... que du fonds commun et du montant des cautionnements. Dans la même limite, la Chambre syndicale garantit l'exécution des engagements contractés par l'agent de change défaillant envers ses confrères."

L'article premier de l'ordonnance du 10 décembre 1958 indiquait pour sa part :

"la garantie de la Chambre syndicale est étendue aux obligations qui résultent pour les membres de la Compagnie nationale des agents de change, des dépôts de leurs offices, de valeurs mobilières ou de sommes d'argent, à l'exception des devises étrangères et des matières métalliques."

Ainsi, les textes applicables jusqu'en 1988 prévoyaient :

- la responsabilité illimitée des agents de changes, personnes physiques,

- la responsabilité, en cas de défaillance, de la Chambre syndicale, cette responsabilité étant limitée à la seule valeur des offices d'agents de change la composant ; dans la limite de l'ensemble des ressources de la profession boursière, les engagements étaient donc garantis.

En réalité, le système impliquait une protection totale de la clientèle.

● La loi du 22 janvier 1988 n'a bouleversé qu'en apparence ce dispositif.

Certes, la responsabilité *in solidum* des agents de change a disparu. D'une part, les sociétés de bourse ne sont plus responsables vis-à-vis de leur clientèle qu'à concurrence du montant des apports de leurs associés et, d'autre part, elles n'assument plus solidairement les dettes de la Société des bourses françaises qui a succédé à la Compagnie des agents de change.

Toutefois, le principe d'une couverture complète des engagements vis-à-vis de la clientèle semble avoir subsisté.

L'article 6 de la loi du 22 janvier 1988 dispose en effet :

"le règlement général (du Conseil des bourses de valeurs) fixe :

...

- les conditions de constitution et de gestion d'un fonds de garantie destiné à garantir à l'égard de la clientèle tous les engagements des sociétés de bourses."

La référence à la **totalité** des engagements implique bien une garantie sans limite. Cette référence résulte d'ailleurs d'une précision apportée lors des débats au Sénat par un amendement de MM. Masseret, Méric et les membres du groupe socialiste, adopté par notre Assemblée puis, ultérieurement, par l'Assemblée nationale (séance du 27 octobre 1987, JO débats Sénat pages 3510 et 3511).

La loi, il est vrai, peut sembler lacunaire, dans la mesure où les moyens de permettre au fonds de garantie d'être constamment approvisionné pour faire face aux besoins ne paraissent pas donnés au Conseil des bourses de valeurs qui en est l'organisme gestionnaire.

Cependant, l'article 10 de la loi précise que "...l'institution financière spécialisée (la Société des bourses françaises) constituée entre les sociétés de bourse apporte en tant que de besoin son soutien au fonds de garantie mentionné à l'article 6."

Ainsi, la société des bourses françaises a bien l'obligation légale d'alimenter le fonds de garantie, en augmentant le cas échéant son capital pour satisfaire cette obligation.

Comme l'indiquait d'ailleurs M. George Chavanes, ministre délégué auprès du ministre d'Etat, ministre de l'économie, des finances et du budget, lors des débats au Sénat :

"... Nous sommes absolument persuadés que ces dépôts en valeurs mobilières et en espèces doivent être couverts par la garantie. Nous en prenons l'engagement. Nous ferons en sorte quē, dans le règlement du Conseil des bourses, cela soit bien prévu..."

Cet engagement, sollicité tant par la Commission des finances que par le groupe socialiste du Sénat ne semble pas devoir être respecté...

b) La modification proposée par l'article 24 bis nouveau du projet de loi

● L'article 24 bis nouveau apporte une modification essentielle à ce dispositif : il habilite le règlement du Conseil des bourses de valeurs à instaurer des conditions et des limites à l'intervention du fonds de garantie.

Selon les informations fournies par M. Bérégovoy, ministre d'Etat, ministre de l'économie, des finances et du budget, lors des débats à l'Assemblée nationale, la garantie serait ainsi plafonnée à hauteur de :

- 500 000 francs pour les dépôts en espèces

- et 2 millions de francs pour les dépôts en titres

pour chaque déposant.

Plusieurs motifs ont été avancés pour justifier cette modification radicale des garanties offertes aux intervenants du marché de Paris :

- aucun marché au monde, "à l'exception de celui du Mexique", n'aurait retenu le principe d'une garantie sans limitation des opérations ;
- la protection des petits actionnaires serait ainsi mieux assurée ;
- une garantie illimitée "déresponsabiliserait les acteurs du marché" ;
- le mécanisme de garantie illimitée serait illusoire en cas de sinistre particulièrement important".

Un motif d'ordre technique a, en outre, été indiqué à votre rapporteur lors des auditions auxquelles il a procédé : le mécanisme de garantie illimitée interdirait le calcul du montant des cotisations au fonds de garantie, en raison de l'incertitude qui pèse sur le montant des sinistres potentiels.

« Aucun de ces arguments ne peut emporter la conviction.

En premier lieu, l'argument du droit comparé ne doit jamais être retenu sans précaution ; que les systèmes étrangers soient peu satisfaisants n'implique pas qu'il soit opportun de les imiter. La "moindre compétitivité" du marché parisien qu'entraînerait une garantie illimitée constitue, en l'occurrence une assertion particulièrement mal fondée : attacher à la place de Paris une sécurité absolue semble, au contraire, un élément capital de compétitivité.

Le marché parisien présente en outre une spécificité qu'il partage, avec des différences importantes il est vrai, avec la place de Londres : les intermédiaires des transactions y sont également habilités à effectuer des opérations de contrepartie ; or, ces opérations présentent un risque important, qui n'a pas à être transféré sur la clientèle. Votre rapporteur rappelle d'ailleurs qu'aux États-Unis, les fonctions de broker et de dealer sont restées séparées ; il estime, quoi qu'il en soit, que la sécurité des épargnants n'a pas à être affectée par l'autorisation donnée aux sociétés de bourse de se porter contrepartie.

En second lieu, l'argument de la "déresponsabilisation" ne peut qu'être également rejeté ; en dépit de l'existence d'une garantie illimitée, tout sinistre subi par une société de bourse entraînerait sa disparition, hypothèse semble-t-il suffisante pour conduire ses dirigeants à adopter un comportement "responsable". De plus, l'existence d'une solidarité conduit, au contraire, les organes centraux à surveiller avec vigilance le comportement des membres de la profession, surveillance qui constitue un gage de transparence et de

sécurité pour le marché ; quoique n'ayant plus le statut d'officier ministériel, les sociétés de bourses appartiennent toujours à un "club" selon le terme employé lors des débats afférents à la loi du 22 janvier 1988. Cette appartenance légitime l'assomption par l'ensemble des membres des erreurs éventuelles de l'un d'entre eux.

En troisième lieu, le caractère "illusoire de la garantie en cas de sinistre important" ne peut être tenu pour exact. Il semble peu raisonnable d'imaginer que plusieurs sociétés de bourse adoptent simultanément un comportement devant se traduire par des "sinistres". Poser *a priori* cette hypothèse impliquerait une défiance vis-à-vis des intermédiaires qui serait en soi inquiétante.

En quatrième lieu, "la meilleure protection des petits épargnants" qu'impliquerait le nouveau système n'apparaît pas évidente. La notion de "petit épargnant" est, en matière boursière, une notion relative que les chiffres avancés à l'Assemblée nationale pour le montant plafond des garanties paraissent mal refléter. En outre, la petite épargne transite fréquemment par les organismes de placement collectifs en valeurs mobilières ou par les compagnies d'assurance ; en ce domaine, l'article 24 bis nouveau est loin d'apporter une amélioration.

Enfin, l'argument technique d'une difficulté de calcul du montant des cotisations ne semble guère recevable ; l'aléa n'est pas, en ce domaine, constitué par le montant des dépôts, mais par le nombre et l'importance des sinistres, qui ne peuvent être mieux connus *ex ante* avec le nouveau dispositif qu'avec l'ancien.

La crédibilité des organes de gestion de la profession a été récemment entamée par des opérations portant justement sur le fonds de garantie. Votre rapporteur n'entend pas ouvrir à nouveau le débat qui a suivi ces opérations. Il estime cependant que ce contexte crée un motif supplémentaire pour maintenir le principe d'une garantie sans faille de la sécurité des épargnants français ou qui, étrangers, ont placé leur confiance dans le marché parisien et notre économie.

2) Décision de la commission

● Pour l'ensemble des motifs évoqués ci-dessus, votre Commission des finances a rejeté l'hasardeuse innovation consistant à restreindre la sécurité des déposants par le biais d'une limitation de la garantie.

Elle a donc, sur proposition de votre rapporteur, adopté un amendement supprimant l'article 24 bis nouveau.

● Votre Commission des finances a également estimé nécessaire de donner au Conseil des bourses de valeurs les moyens de procéder à des appels de cotisations obligatoires en cas de besoin d'augmentation ou de reconstitution du fonds de garantie.

A cet effet, elle a adopté un amendement créant un article additionnel après l'article 24 bis. Cet article additionnel introduit un article 6 ter nouveau dans la loi du 22 janvier 1988 sur les bourses de valeurs qui précise que les sociétés de bourse sont tenues au paiement des cotisations au fonds de garantie appelées par le Conseil des bourses de valeurs ; ces cotisations seront fixés au prorata du montant des dépôts gérés par chaque société de bourse. Cet article rappelle en outre une disposition déjà prévue par la loi du 22 janvier 1988 : l'intervention du Gouvernement en cas de carence du Conseil des bourses de valeurs due à l'impossibilité, pour les sociétés de bourse, de faire face aux obligations du fonds de garantie.

● Votre Commission, enfin, a adopté un article additionnel après l'article 24 bis prévoyant une responsabilité solidaire des dirigeants des sociétés de bourse et des actionnaires prépondérants de celles-ci avec les sociétés de bourse elles-mêmes.

Texte des amendements

Article 24 bis

Amendement

Supprimer cet article

Articles additionnels après l'article 24bis

Amendement

Après l'article 24 bis, ajouter un article additionnel ainsi rédigé :

Il est inséré dans la loi n° 88-70 du 22 janvier 1988 précitée un article 6 ter nouveau ainsi rédigé :

"Art. 6 ter. - Les sociétés de bourse sont tenues de participer aux appels de cotisations au profit du fonds de garantie mentionné à l'article 6 décidés par le Conseil des bourses de valeurs. Le montant des cotisations est fonction, pour chaque société de bourse, du montant des

dépôts en titres et en espèces constitués auprès d'elle par la clientèle à la fin de l'exercice précédent.

"Lorsque les engagements du fonds de garantie ne peuvent être respectés sans compromettre la solvabilité des sociétés de bourse, il est fait application des dispositions de l'article 11."

Amendement

Après l'article 24 bis, ajouter un article additionnel ainsi rédigé :

L'article 3 de la loi n° 88-70 du 22 janvier 1988 précitée est complété par un alinéa nouveau ainsi rédigé :

"Les membres des conseils d'administration ou des directoires et les gérants et associés commandités des sociétés de bourse, ainsi que les associés de celles-ci lorsqu'ils n'ont pas le statut de commanditaires et possèdent plus de 20 % du capital social, sont solidairement tenus au paiement des dettes contractées par ces sociétés envers leur clientèle."

Articles additionnels après l'article 24 bis

Amélioration des capacités d'investigation de la Commission bancaire et de la Société des bourses françaises

Après l'article 24 bis, votre Commission des Finances a adopté deux articles additionnels tendant à améliorer les capacités d'investigation de la Commission bancaire et de la Société des bourses françaises.

Ces deux organismes, qui disposent d'un corps de contrôle (services de la Banque de France, pour la Commission bancaire et agents de SBF elle-même), peuvent se voir opposer le secret professionnel par les commissaires aux comptes des établissements qu'ils contrôlent.

La Commission des opérations de bourse, en revanche, en vertu de l'article 5 de l'ordonnance du 28 septembre 1967, peut interroger les commissaires aux comptes ; la Commission de contrôle des assurances, qu'un projet de loi actuellement soumis au Sénat propose d'instaurer, serait dans la même situation.

C'est pourquoi votre Commission des Finances a adopté un article additionnel créant un article 9 bis nouveau de la loi du 22 janvier 1988 sur les bourses de valeurs et déliant les commissaires aux comptes du secret professionnel vis-à-vis des agents de la Société des bourses françaises ; par un autre article additionnel, elle a, de même, proposé la création d'un article 40 bis nouveau de la loi du 24 janvier 1984 relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit, déliant du secret professionnel les commissaires aux comptes à l'égard des agents de la Commission bancaire. Ces articles additionnels paraissent opportuns dans le cadre d'un texte visant à améliorer la transparence du marché financier, en raison du rôle essentiel des sociétés de bourse et des établissements de crédit dans l'animation de celui-ci.

Texte des articles additionnels

Amendement

Il est inséré, après l'article 9 de la loi n° 88-70 du 22 janvier 1988 précitée, un article 9 bis ainsi rédigé :

"Art. 9 bis.- Les commissaires aux comptes sont déliés du secret professionnel à l'égard des agents de la Société des bourses françaises, à l'occasion des contrôles que ces derniers effectuent dans le cadre de leur mission.

"Les agents peuvent demander aux commissaires aux comptes tous les renseignements sur les sociétés de bourse qu'ils contrôlent."

Amendement

Il est inséré, après l'article 40 de la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit, un article 40 bis ainsi rédigé :

"Art. 40 bis.- Les commissaires aux comptes sont déliés du secret professionnel à l'égard des agents de la commission bancaire, à l'occasion des contrôles que ces derniers effectuent dans le cadre de leur mission.

"Les agents peuvent demander aux commissaires aux comptes tous les renseignements sur les établissements de crédit qu'ils contrôlent."

Article 25

Conseil de discipline des organismes de placement collectif en valeurs mobilières

1° - Commentaire

L'article 25 insère quatre articles nouveaux dans la loi du 23 décembre 1988 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et portant création de fonds communs de créances. Ces articles portent les numéros 33-1, 33-2, 33-3, et 33-4.

Ces quatre articles nouveaux tendent à la création d'un régime disciplinaire des organismes de placement collectif en valeurs mobilières et instaurent l'instance qui sera en charge de contrôler et de sanctionner ces organismes.

Leur examen suppose un bref rappel préalable du statut et de l'importance des OPCVM.

a) Brefs rappels sur le statut et le rôle des OPCVM

• Il existe actuellement deux types d'OPCVM : les sociétés d'investissement à capital variable (SICAV) et les fonds communs de placement (FCP).

Les SICAV sont dotées de la personnalité morale et sont constituées sous la forme de sociétés anonymes ; leurs actions sont émises et rachetées à tout moment, à la valeur liquidative majorée ou diminuée des frais, à la demande des actionnaires.

Les FCP constituent des copropriétés de valeurs mobilières et ne sont donc pas dotés de la personnalité morale. Outre les FCP de "droit commun", la loi prévoit l'existence de fonds communs de placement d'entreprise destinés à recueillir des fonds en application des dispositions sur l'intéressement des salariés, de fonds communs de placement à risques, dont l'actif est composé, à hauteur d'au moins 40 %, de valeurs non cotées et de fonds communs d'intervention sur les marchés à terme, dont l'objet est la prise de position sur les marchés à terme.

Les SICAV comme les FCP sont pourvus d'un gérant et d'un dépositaire ; le dépositaire, qui assure la garde des actifs des fonds, est un établissement de crédit et doit s'assurer de la régularité des décisions de la société de gestion.

La loi du 23 décembre 1988 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières a réformé le régime des SICAV et FCP, en application du droit européen ; elle a, notamment, transféré à la COB le pouvoir d'agréer les OPCVM et de retirer cet agrément. Ont en outre été introduites diverses dispositions qui permettent aux OPCVM français d'être "coordonnés", c'est-à-dire commercialisables à compter du 30 octobre 1989 dans l'ensemble des Etats membres ; les OPCVM des autres Etats membres, à la condition d'être "coordonnés", pourront également être commercialisés en France.

• Le rôle des OPCVM est, actuellement, considérable ; au 31 décembre 1988, l'encours des capitaux gérés par eux s'élevait à 1.488 milliards de francs, contre 37 milliards en 1978 ; à cette même date, les OPCVM détenaient 9,6 % de la capitalisation boursière des actions, 34,7 % de celle des obligations et 32,8 % de l'encours des titres de créances négociables.

Le montant des actifs gérés par les OPCVM est environ quatre fois supérieur en France à ce qu'il est en République fédérale d'Allemagne ; le rapport avec la Grande-Bretagne est d'environ un à trois.

Les capitaux recueillis par les SICAV se montaient, également au 31 décembre 1988, à 1.074 milliards de francs, contre 367 milliards de francs pour les FCP à vocation générale et 44 milliards de francs pour les FCP à risques.

A la même date, le nombre de SICAV était de 772, le nombre de FCP à vocation générale de 3.659 (avec 443 organismes gestionnaires) et le nombre de FCP à risques de 111.

b) L'introduction d'un régime et d'une instance disciplinaires

• Conformément aux recommandations de la Commission sur l'organisation des autorités du marché financier, le projet de loi propose la création d'un régime disciplinaire spécifique pour les

OPCVM. Les dispositions de la loi du 23 décembre 1988 sont complétées à cet effet.

Contrairement aux dispositions prévues pour les bourses de valeurs, l'exercice de la discipline ne sera pas remis à une instance représentant exclusivement la profession.

Le Conseil de discipline des organismes de placement collectif en valeurs mobilières, s'il fait une place relativement large aux professionnels, comporterait également des membres représentant soit les grands corps de l'Etat (Conseil d'Etat) soit la Commission des opérations de bourse.

En outre, la profession ne recevrait pas le pouvoir "d'auto-réglementation" qui est dévolu au Conseil des bourses de valeurs ou au Conseil du marché à terme.

• Les choix qui sont effectués sont motivés par un moindre degré d'organisation de la profession qu'en matière boursière ; on peut toutefois relever qu'une association professionnelle, l'Association française des fonds et sociétés d'investissement, regroupe une part très importante des professionnels.

Votre Commission des finances adhère, dans l'ensemble, aux mesures proposées par cet article ; certaines d'entre elles, toutefois, pourraient être utilement précisées.

c) Les dispositions de l'article 25

• L'article 33-1 nouveau de la loi du 23 décembre 1988 prévoit le principe et le fondement des sanctions disciplinaires que pourra prononcer le Conseil de discipline des OPCVM.

Les sanctions devront être infligées en cas d'infraction aux lois et règlements applicables aux OPCVM et aux règles de pratique professionnelle (encore embryonnaires), de nature à nuire aux intérêts des actionnaires de SICAV et porteurs de parts de FCP.

Cet article appelle une précision : il ne vise pas, en effet, les fonds communs de créances créés par la loi du 23 décembre 1988, qui ne sont pas des organismes de placement collectif en valeurs mobilières. Ces fonds, qui empruntent, pour partie, leur régime à celui des FCP, ont vocation à émettre des parts représentatives de créances bancaires cédées par des établissements de crédit et figurant

à leur actif ("titrisation") ; il semble opportun de les faire entrer expressément dans le champ de compétence du Conseil de discipline.

• **L'article 33-2 nouveau fixe la composition du Conseil de discipline. Ce Conseil comprendrait huit membres.**

Les professionnels seraient représentés par le président d'une association désignée par le ministre chargé de l'économie et par deux membres de cette association, proposés par celle-ci. Cette association sera l'Association française des fonds et sociétés d'investissement, l'ASFFI.

le Conseil des bourses de valeurs et la COB seraient représentés par un membre, de même que l'Association française des établissements de crédit et une association représentant les sociétés d'assurance, qui sera très certainement la Fédération française des sociétés d'assurance. La présence de l'AFEC est légitime, puisque les dépositaires des actifs des OPCVM sont des établissements de crédit. Celle d'un représentant des sociétés d'assurance s'explique, pour sa part, par l'importance des placements proposés désormais par les compagnies d'assurance sous forme d'actions de SICAV, sur lesquelles de nombreux contrats d'assurance-vie sont assis.

Cette liste pourrait être utilement complétée par la présence d'un magistrat de l'ordre judiciaire et par celle d'un représentant du Conseil du marché à terme. Ces propositions de votre Commission des finances sont motivées, d'une part par la dévolution à la juridiction judiciaire du contentieux des décisions du Conseil de discipline des OPCVM, qu'elle souhaite et, d'autre part, par l'importance des interventions aujourd'hui réalisées par les OPCVM sur les marchés à terme.

• **L'article 33-3 dispose que le Conseil de discipline agit soit à la demande de la COB, soit à celle du commissaire du Gouvernement, soit d'office ; ce dernier point conduit votre Commission des finances à s'interroger sur les moyens du Conseil de discipline et à souhaiter qu'il puisse rapidement être doté d'un corps de contrôle autonome, à l'instar de la société des bourses françaises et conformément aux recommandations du rapport sur l'organisation des autorités du marché précité.**

L'article 33-3 précise ensuite le régime des sanctions, aligné sur celui des sanctions prononcées par la COB (droits de la défense).

Le contentieux des décisions, enfin, est dévolu au juge administratif ; conformément à la décision de principe de votre Commission des finances (cf : commentaires de l'article 7 bis et articles additionnels après l'article 23), celle-ci a décidé de proposer de

donner compétence au juge judiciaire pour l'examen des recours contre les décisions du Conseil de discipline des OPCVM.

• L'article 33-4 fixe la liste des sanctions applicables, sur le modèle désormais classique des sanctions disciplinaires appliquée tant par le Conseil des bourses de valeurs que le Conseil du marché à terme (avertissement, blâme, interdiction, à titre temporaire ou définitif, des activités, sanctions pécuniaires).

Cet article pose un problème de principe, dans la mesure où il ne précise pas les destinataires d'une éventuelle sanction pécuniaire ; dans ces conditions, les sanctions pourraient être infligées aux gérants, aux dépositaires ou, s'agissant des SICAV, qui sont pourvues de la personnalité morale, à la personne morale elle-même.

Dès lors, il paraît indispensable de prévoir que les sanctions ne peuvent avoir pour conséquence de diminuer le résultat distribuable aux actionnaires ou aux porteurs de parts, qui n'ont pas à pâtir d'agissements qu'ils n'ont pas les moyens de contrôler. Cette solution laisserait subsister la possibilité d'infliger des sanctions aux dirigeants personnes physiques, mais aussi à la société de gestion ou au dépositaire.

2° Décision de la Commission

Votre Commission des finances a adopté cinq amendements à l'article 25.

Le premier et le second amendements prévoient la compétence du Conseil de discipline sur l'activité des fonds communs de créances.

Le troisième amendement prévoit la présidence du Conseil de discipline par un Conseiller à la Cour de cassation, désigné par le premier président de celle-ci, la présence, parmi les membres, d'un représentant du Conseil du marché à terme et l'assujettissement des membres du Conseil au secret professionnel.

Le quatrième amendement donne compétence au juge judiciaire pour connaître des recours contre les décisions du Conseil de discipline.

Le cinquième amendement indique que les sanctions pécuniaires ne peuvent avoir pour conséquence de diminuer le

bénéfice distribuable des OPCVM, sauf lorsque le manquement sanctionné est imputable à leurs actionnaires ou porteurs de parts.

Texte des amendements

Amendement

Rédiger ainsi le début du texte proposé par cet article pour l'article 33-1 de la loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988 précitée :

Toute infraction aux lois et règlements applicables aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et aux fonds communs de créances...

Amendement

Rédiger ainsi la fin du texte proposé par cet article pour l'article 33-1 de la loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988 précitée :

... par le Conseil de discipline des organismes de placement collectif en valeurs mobilières et des fonds communs de créances.

Amendement

Rédiger ainsi le texte proposé par cet article pour l'article 33-2 de la loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988 précitée :

"Art. 33-2. - Le Conseil de discipline des organismes de placement collectif en valeurs mobilières et des fonds communs de créances comprend neuf membres, nommés pour quatre ans.

"Les membres sont les suivants :

"- un conseiller à la Cour de cassation, désigné par le premier président de cette Cour, président ;

"- le président d'une association représentant les organismes de placement collectif en valeur mobilières désignée par arrêté du ministre chargé de l'économie ;

"- deux membres nommés par arrêté du ministre chargé de l'économie sur proposition de l'association mentionnée à l'alinéa ci-dessus ;

"- quatre membres nommés par arrêté du ministre chargé de l'économie, respectivement sur proposition de l'Association française des établissements de crédit,

du Conseil des bourses de valeurs, du Conseil du marché à terme et d'une association représentant les sociétés d'assurance désignée par arrêté du ministre chargé de l'économie ;

"- un membre désigné par le président de la Commission des opérations de bourse.

"Neuf membres suppléants sont désignés dans les mêmes conditions.

"Le président à voix prépondérante en cas de partage.

"Un commissaire du Gouvernement, désigné par le ministre chargé de l'économie, siège auprès du Conseil."

"Les membres du Conseil et le commissaire du Gouvernement sont tenus au secret professionnel, dans les conditions et sous les peines prévues à l'article 378 du Code pénal. Le secret n'est pas opposable à l'autorité judiciaire."

Amendement

Rédiger ainsi la fin du deuxième alinéa du texte proposé par cet article pour l'article 33-3 de la loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988 précitée :

...qui peuvent former un recours devant le juge judiciaire, dans un délai de deux mois à compter de cette communication et dans les conditions prévues à l'article 12 de l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967 instituant une Commission des opérations de bourse et relative à l'information des porteurs de valeurs mobilières et à la publicité de certaines opérations de bourse.

Amendement

Compléter le texte proposé par cet article pour l'article 33-4 de la loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988 précitée par un alinéa ainsi rédigé :

"Les sanctions pécuniaires prévues au premier alinéa ci-dessus ne peuvent avoir pour conséquence de diminuer les sommes distribuables aux actionnaires ou aux porteurs de parts, sauf si les manquements visés à l'article 33-1 leur sont imputables."

Article additionnel après l'article 25

Coordination avec la législation existante en matière de communication de renseignements

Après l'article 25, votre Commission des Finances a adopté un article additionnel incluant le Conseil de discipline des organismes de placement collectif en valeurs mobilières et des fonds communs de créances parmi la liste des organismes habilités par l'article 21 de la loi du 22 janvier 1988 à se communiquer des renseignements, nonobstant le secret professionnel auquel leurs membres sont soumis.

L'article 21 de la loi du 22 janvier 1988 protège, au regard du secret professionnel, les renseignements transmis, en soumettant les membres de l'organisme bénéficiant de la transmission aux règles du secret applicables aux membres de l'organisme qui transmet.

Texte de l'article additionnel

Amendement

La première phrase du premier alinéa de l'article 21 de la loi n° 88-70 du 22 janvier 1988 précitée est ainsi rédigée :

"Le Conseil des bourses de valeurs, le Conseil du marché à terme, le Conseil de discipline des organismes de placement collectif en valeurs mobilières et des Fonds communs de créances, la Commission des opérations de bourse et la Commission bancaire sont autorisés, nonobstant toute disposition contraire, à se communiquer les renseignements nécessaires à l'accomplissement de leurs missions respectives."

Article 25 bis

Possibilité de constitution d'OPCVM de capitalisation

1° - Commentaire

Cet article, qui résulte d'un amendement adopté par l'Assemblée nationale à l'initiative de MM. Pierret et Douyere, constitue une excellente mesure, favorable à la place financière de Paris dans la perspective de la libération des échanges de capitaux et, plus précisément, de l'instauration, à compter du 1er octobre 1989, de la liberté de commercialisation au sein de la Communauté européenne des OPCVM "coordonnés".

Son étude suppose le rappel des dispositions applicables à l'imposition des OPCVM et des actionnaires et porteurs de parts de ceux-ci.

a) Evolution de la législation applicable aux OPCVM et à leurs actionnaires et porteurs de parts

• La fiscalité des OPCVM est simple et repose sur un principe de transparence fiscale ; ce principe s'applique naturellement aux fonds communs de placement, qui n'ont pas la personnalité morale ; pour les SICAV, il résulte des dispositions expresses de l'article 208, paragraphe 1 bis A du code général des impôts.

Du fait de ce principe, les OPCVM ne sont pas imposés sur les revenus (intérêts et dividendes, notamment) qu'ils encaissent ni sur les plus-values qu'entraînent les cessions de titres qu'ils opèrent.

Ces revenus et ces plus-values sont exclusivement imposés entre les mains des porteurs.

• Les porteurs supportent deux types d'imposition :

- l'imposition sur les coupons payés par l'OPCVM, avec une fiscalité différenciée selon les produits encaissés par celui-ci ; lorsque le résultat d'un OPCVM est, par exemple, constitué à raison de 60 % d'intérêts d'obligations et de 40 % de dividendes d'actions, chaque porteur est imposé à

hauteur de 40 % selon la fiscalité applicable aux dividendes et de 60 % selon la fiscalité applicable aux intérêts, sur la rémunération que lui verse l'OPCVM ;

- l'imposition sur les plus-values qu'ils réalisent, lorsqu'ils cèdent leurs actions ou leurs parts, dans les conditions prévues pour l'imposition des plus-values sur valeurs mobilières (imposition au taux de 16 % auxquels s'ajoutent 1 % au profit de la sécurité sociale, lorsque les cessions excèdent 288.400 francs dans l'année, pour l'imposition en 1989 des revenus de 1988).

Un porteur de parts ou d'actions d'OPCVM ne réalise de plus-values que si l'OPCVM lui-même en effectue ; la valeur liquidative des parts ou actions (c'est-à-dire leur valeur de rachat par l'OPCVM) est en effet fonction de la valeur de l'action de l'OPCVM, divisée par le nombre d'actions ou de parts émises. La valeur des titres détenus par le porteur fluctue donc en fonction de celle des titres gérés par l'OPCVM.

Les porteurs ont ainsi toujours la possibilité de choisir de réaliser une plus-value plutôt que d'encaisser un revenu ; il suffit pour ce faire qu'ils cèdent leurs actions ou parts avant le détachement du coupon de l'OPCVM : la valeur liquidative des actions ou parts est alors mécaniquement augmentée des dividendes et intérêts encaissés par l'OPCVM, qui seront de ce fait taxés comme plus-values et non comme revenus.

Si, en revanche, les porteurs choisissent de ne pas céder leurs actions ou parts avant paiement des coupons par l'OPCVM, ils seront imposés sur les revenus perçus.

Toutefois, le gestionnaire de l'OPCVM peut leur permettre d'échapper à cette imposition ; certes, la loi applicable aux OPCVM oblige ceux-ci à distribuer l'intégralité des dividendes et intérêts qu'ils encaissent, en contrepartie de la transparence fiscale qui leur est accordée (articles 30 et 31 de la loi du 23 décembre 1988 sur les organismes de placement collectif en valeurs mobilières) ; mais, s'agissant des obligations, le gestionnaire a toujours la faculté d'éviter la perception de l'intérêt par l'OPCVM et de transformer celui-ci en plus-value ; le cours d'une obligation est en effet, pour partie, fonction de la durée restant à courir avant le paiement de l'intérêt qui lui est attaché (1) : le cours augmente, en principe linéairement, au fur et à mesure que le détachement du coupon approche.

(1) il est également fonction d'autres critères et, notamment, la sécurité présentée par l'émetteur et le taux d'intérêt prévalant sur le marché primaire des émissions.

Ainsi, en cédant les obligations qu'il détient avant détachement du coupon, le gestionnaire réalise une plus-value, qu'il n'a pas l'obligation de distribuer et qui augmente la valeur des parts ou actions détenues par le porteur. Celui-ci a alors le choix entre céder ses parts, s'il souhaite obtenir un revenu disponible : il est dans ce cas, imposable sur la plus-value au taux de 16 % si les cessions excèdent 288.400 francs ou conserver ses parts ou actions : il enregistre alors une plus-value latente, dont l'imposition est différée jusqu'à une éventuelle cession.

Telle est la situation aujourd'hui ; de 1986 à 1989, un intermède malheureux, qui est celui dit du "coupon couru" a ôté aux gestionnaires d'OPCVM cette faculté.

• La loi de finances rectificative pour 1986, par son article 20, avait en effet instauré une règle dite du "coupon couru", par opposition à la règle dite du "coupon échu" qui prévalait antérieurement et qui est à nouveau applicable depuis la loi de finances pour 1989.

Cette règle imposait la comptabilisation sous forme de revenu distribuable de la fraction du coupon d'une obligation courue au moment de la cession de celle-ci par le gestionnaire ; le calcul de la valeur de ce coupon fictif était effectuée par application linéaire du taux d'intérêt prévu par le contrat d'émission au nominal du titre ;

exemple :

- le nominal est de 100, le taux d'intérêt annuel de 10 %,
- le gestionnaire cède l'obligation fin juin, alors que le coupon est détachable fin décembre ;
- le montant du "coupon couru" qui sera soumis à l'obligation de distribution, est égal à :

$$(100 \times 0,10) \times 6/12 = 5$$

L'instauration de cette contrainte a constitué une indiscutable erreur selon votre rapporteur, car elle a pénalisé l'épargnant français.

Elle laissait d'ailleurs subsister la possibilité pour celui-ci de céder ses actions ou ses parts avant la distribution par l'OPCVM et d'être ainsi taxé à 0 % ou 16 %, au lieu de 26 %, taux de prélèvement applicable aux revenus d'obligations distribués par un OPCVM. L'article 20 de la loi de finances rectificative du 11 juillet 1986 avait, certes, prévu la possibilité de fixer un montant minimum de frais devant être payé lors des cessions ou acquisitions de parts de FCP et

actions de SICAV, afin de décourager les "allers-retours". Ce dispositif, toutefois, ne semble pas avoir été utilisé.

La règle du "coupon couru" étant supprimée, un progrès restait encore à accomplir ; l'article 25 bis l'effectue.

b) L'article 25 bis permet la capitalisation, par les OPCVM, des intérêts qu'ils encaissent

• En dépit de la suppression de la règle du "coupon couru", les gestionnaires d'OPCVM, s'ils souhaitent éviter aux porteurs d'être imposés soit au taux de 26 % (s'ils ne cèdent pas leurs parts ou actions) soit d'être, le cas échéant, imposés au taux de 16 % sur les plus-values (s'ils cèdent avant distribution par l'OPCVM leurs parts ou actions), doivent pratiquer un "saut de coupon", c'est-à-dire céder les obligations qu'ils détiennent avant détachement du coupon.

Cette pratique à laquelle les gestionnaires sont, en réalité, astreints, constitue un handicap dans la perspective d'ouverture des frontières en matière de commercialisation des OPCVM.

• C'est pourquoi, à la suite de propositions esquissées par le rapport Lebègue sur la fiscalité de l'épargne dans le cadre du marché unique européen, l'article 25 bis soustrait à l'obligation de distribution les intérêts d'obligations encaissés par les OPCVM. Ces intérêts pourront accroître la valeur liquidative des actions ou des parts.

Cette innovation, que votre rapporteur approuve pleinement, n'a toutefois pas une portée considérable ; depuis la suppression de la règle du coupon couru, les gestionnaires d'OPCVM avaient en effet déjà la possibilité de parvenir à un résultat peu ou prou équivalent. Son coût, en termes de dépense fiscale, quoi qu'il en soit, semble être inconnu d'après les informations fournies à votre rapporteur.

Evolution de la législation

- 1986 :
- les OPCVM sont astreints à distribuer les dividendes, les intérêts et celles des plus-values sur obligations qui correspondent au coupon couru ;
 - l'épargnant, s'il veut éviter la taxation du revenu distribué, peut céder ses actions ou parts ; il est alors taxé à 16 %, si les cessions qu'il opère excèdent le seuil de déclenchement de l'imposition des plus-values.

- **1989** :
- les OPCVM sont astreints à distribuer les dividendes et les intérêts encaissés, mais pas les plus-values afférentes au coupon couru ;
 - l'épargnant, si l'OPCVM ne pratique pas le "saut de coupon", est taxé à 16 % s'il cède ses titres (et si les cessions excèdent le seuil de déclenchement de l'imposition des plus-values).

- **Projet (article 25 bis)** :

- les OPCVM ne sont plus astreints à distribuer que les dividendes ;
- l'épargnant n'a plus à céder ses titres s'il veut échapper à la taxation de 26 %, même si l'OPCVM ne fait pas de "saut de coupon" et sauf, naturellement, s'il souhaite distribuer des revenus correspondant à des intérêts encaissés ou des dividendes.

c) Le dispositif proposé

L'article 25 bis comprend quatre paragraphes :

- **Le paragraphe I** modifie l'article 31 de la loi du 23 décembre 1988 sur les OPCVM en excluant les intérêts et arrérages encaissés de l'obligation de distribution (qui ne concernera plus que les dividendes).
- **Le paragraphe II** est de coordination ; il substitue, dans l'article 209 A du Code général des impôts, qui prévoit la transparence fiscale des SICAV (et la réserve à celles qui respectent l'obligation de distribution), la référence à l'article 31 de la loi du 23 décembre 1988 à celle du 3 janvier 1979, qui est abrogée.
- Il en va de même pour le **paragraphe III**, qui modifie le visa effectué par l'article 831-I du Code général des impôts, qui prévoit la taxation des augmentations de capital des SICAV au droit d'apport fixe de 1220 francs si elles respectent l'obligation de distribution.
- **Le paragraphe IV**, enfin, prévoit que les dispositions de l'article s'appliquent aux exercices clos à compter du 30 septembre 1989.

2° - Décision de la Commission

Votre Commission a adopté un amendement au paragraphe IV de l'article 25 bis, substituant la date du 29 septembre 1989 à celle du 30 septembre 1989 ; le 30 septembre est en effet un samedi, jour auquel il est impossible de clore un exercice, dans la

mesure où les clôtures interviennent traditionnellement un jour de bourse.

Texte de l'amendement

Rédiger ainsi le IV de cet article :

IV - Les dispositions du présent article s'appliquent aux exercices clos à compter du 29 septembre 1989.

Article 26
Information du Comité d'entreprise
en cas d'offre publique

1° - Commentaire

Le présent article introduit dans l'article 432-1 du Code du travail une procédure d'information du comité d'entreprise en cas d'offre publique d'achat ou d'échange.

Dans le domaine économique, le comité d'entreprise est, dans la législation actuelle, obligatoirement informé et consulté sur les questions intéressant l'organisation, la gestion et la marche générale de l'entreprise et, notamment, sur les mesures de nature à affecter le volume ou la structure des effectifs, la durée du travail, les conditions d'emploi, de travail et de formation professionnelle du personnel.

Dans ce cadre, le projet de loi prévoit que le chef d'entreprise, dès qu'il a connaissance du dépôt d'une offre publique d'achat ou d'une offre publique d'échange dont son entreprise fait l'objet, en informe le comité d'entreprise.

Celui-ci peut inviter l'auteur de l'offre pour qu'il expose son projet devant lui. Toutefois, cette invitation est subordonnée à l'accord du chef d'entreprise.

Il s'agit donc d'une information directe du comité d'entreprise à la fois par le chef d'entreprise, mais également par l'initiateur de l'offre publique d'achat ou d'échange qui n'est pas contraint de déférer à l'invitation du comité d'entreprise, mais qui peut souhaiter exposer ses intentions à l'égard de l'entreprise dont il entend prendre le contrôle.

Une information de cette nature, destinée aux actionnaires de la société sous la forme d'une note d'information publique, est prescrite par la Commission des opérations de bourse (1) qui demande à l'initiateur de l'offre publique de préciser notamment :

(1) Règlement de la COB du 12 avril 1988.

- **ses intentions quant à la continuation des activités de la société visée et des sociétés du groupe ;**
- **ses intentions quant à tout changement important relatif à l'activité de la société visée et des sociétés du groupe, y compris l'affectation de leurs actifs ;**
- **la justification de l'offre quant à la stratégie commerciale, industrielle et sociale des sociétés concernées.**

2°- Décision de votre Commission

Votre Commission vous propose d'adopter cet article sans modification.

Article 26 bis
Information du Comité de groupe
en cas d'offre publique

1°- Commentaire

Cet article nouveau introduit par l'Assemblée nationale complète les dispositions figurant à l'article 26 du projet de loi en prévoyant une procédure d'information du comité de groupe lorsque l'offre publique d'achat ou d'échange vise l'entreprise dominante du groupe.

Le déroulement de cette procédure d'information est identique à celui décrit à l'article 26. Le présent article précise que l'information du comité de groupe exclut celle prévue pour les comités d'entreprise de sociétés appartenant au groupe.

2°- Décision de votre Commission

Votre Commission vous propose d'adopter cet article sans modification.

Article 27

Champ d'application territorial de la loi

1°- Commentaire

Cet article prévoit que la présente loi ainsi que celle du 28 mars 1885 sur les marchés à terme (1) sont applicables sur les territoires d'outre-mer (2) ainsi que dans la collectivité territoriale de Mayotte (3).

2°- Décision de la Commission

Votre Commission vous propose d'adopter cet article sans modification.

(1) Il s'agit de réparer une lacune de la loi du 28 mars 1885.

(2) Consultés sur le présent projet de loi, conformément à l'article 74 de la Constitution, les territoires d'outre-mer ont donné un avis favorable.

(3) Les lois nouvelles ne sont applicables à Mayotte que sur mention expresse (article 10 de la loi du 24 décembre 1976).

Article 28

Dispositions transitoires

1°- Commentaire

Le présent article précise les conditions d'entrée en vigueur des présentes dispositions concernant la Commission des opérations de bourse.

Les auteurs du projet de loi ont souhaité voir correspondre exactement la nouvelle composition de la Commission et l'entrée en vigueur des nouvelles compétences qui lui sont imparties.

De fait, la Commission dans sa composition actuelle n'exercera pas ses nouvelles compétences. Seule l'entrée en vigueur de la nouvelle composition (1), constatée par arrêté du ministre chargé de l'économie, permettra l'application des dispositions nouvelles en matière de compétences.

2°- Décision de la Commission

Votre Commission vous propose d'adopter cet article sans modification.

(1) Nommé pour quatre ans en août 1987, le président actuel de la Commission des opérations de bourse n'a pas nécessairement à être changé. De par les modifications résultant du présent texte, son mandat serait porté à six ans et ses pouvoirs élargis.

Article 29

Publication des participations calculées en droits de vote dans les sociétés cotées

1° Commentaire

Cet article nouveau, introduit par amendement du Gouvernement dans le présent projet de loi, permet une "photographie" des participations égales ou supérieures à 5 % des droits de vote dans les sociétés ayant leur siège sur le territoire de la République française et dont les actions sont inscrites à la cote officielle. L'ensemble de ces participations serait publié par le Conseil des bourses de valeurs.

L'article 356-1-1, introduit par l'article 13 du projet de loi, a prévu qu'au plus tard dans les quinze jours qui suivent l'assemblée générale ordinaire, toute société par actions informe ses actionnaires du nombre total de droits de vote existant à cette date.

A l'issue de la première assemblée générale ordinaire suivant l'entrée en vigueur de la loi et dans les quinze jours suivant la publication par la société du nombre total de droits de vote, les actionnaires devront, en application du présent article, informer simultanément la société et le Conseil des bourses de valeurs du nombre de droits de vote qu'ils détiennent.

Cette obligation ne vise que les personnes qui, agissant seules ou de concert, détiennent 5 % ou plus des droits de vote.

Le présent article précise, en outre, que l'information à laquelle sont tenus les actionnaires s'effectue dans les conditions prévues aux articles 356-1 et 356-1-1, sauf si une déclaration préalable conforme a déjà été faite.

Ces conditions ne peuvent a priori viser les délais de déclaration de franchissement de seuil fixés par l'article 351-1 (quinze jours pour l'information de la société, cinq jours de bourse pour le Conseil des bourses de valeurs) puisque le présent article 29 prévoit des délais spécifiques.

En revanche, seraient visées indirectement les dispositions de l'article 356-1-2 qui font obligation à un actionnaire de déclarer également les droits de vote qui, en vertu de cet article, sont assimilés aux droits de vote qu'il possède.

La référence aux conditions prévues à l'article 356-1-1 limiterait l'obligation de déclaration des droits de vote prévue au présent article 29 aux seuls cas où le nombre ou la répartition des droits de vote ne correspondraient pas au nombre ou à la répartition des actions.

Enfin, s'agissant de l'hypothèse où "une déclaration préalable conforme aurait été faite", il semble que soit envisagé le cas d'un actionnaire qui aurait franchi, en droits de vote selon les nouvelles modalités de calcul prévues par le projet de loi, l'un des seuils prévus au premier alinéa de l'article 356-1 et en aurait informé la société et le Conseil des bourses de valeur.

Cet actionnaire ne serait pas soumis, dans ces conditions, à une nouvelle déclaration au titre de l'obligation générale prévue par le présent article.

2°- Décision de votre Commission

Votre Commission vous propose d'adopter cet article sans modification.

EXAMEN EN COMMISSION

Votre Commission des Finances a entendu, le mercredi 17 mai 1989, M. Pierre Bérégovoy, ministre d'Etat, ministre de l'économie, des finances et du budget sur le présent projet de loi et a procédé à l'examen de ce texte au cours de sa séance du mardi 30 mai 1989.

1 - AUDITION

M. Pierre Bérégovoy a rappelé tout d'abord les nombreuses modifications dont avait été l'objet l'ordonnance de 1967 instituant une commission des opérations de bourse. Il a ensuite indiqué que la réflexion sur l'actuel projet de loi remontait à juillet 1988, date à laquelle le ministre avait chargé M. Yves Le Portz d'une mission de réflexion.

Puis le ministre d'Etat a ainsi caractérisé le texte du Gouvernement : une plus grande indépendance de la commission des opérations de bourse du fait de sa composition et de la suppression du commissaire du gouvernement que le ministre a accepté sous forme d'un amendement à l'Assemblée nationale, un pouvoir d'enquête élargi, un pouvoir d'ester en justice et un pouvoir de sanction directe. Ce pouvoir de sanction directe, particulièrement nécessaire selon le ministre pour les affaires courantes, peut se rattacher aux prérogatives existant déjà en matière douanière et fiscale, ainsi que dans le secteur de la concurrence ou de l'audiovisuel.

Il a semblé au ministre d'Etat qu'un tel pouvoir était encadré par des dispositions protectrices car limité à la protection de l'épargne, garantissant les droit de la défense et susceptible d'appel.

S'agissant des dispositions relatives aux offres publiques d'achat (OPA), le ministre d'Etat a rappelé les principales mesures que devrait comporter le projet de règlement général du Conseil des bourses de valeurs et celles de ces dispositions qui figureront dans le projet de loi ; ce dernier donne une base légale notamment en matière de déclenchement obligatoire des OPA au règlement général. Il a semblé au ministre que la matière particulièrement évolutive justifiait son inscription dans le règlement général, plus facilement adaptable que la loi.

M. Raymond Bourguine, rapporteur pour avis, a souligné les progrès qu'apporte le projet de loi notamment en matière d'enquête préliminaire de la COB Il ne lui a pas semblé en revanche que la suppression du commissaire du gouvernement soit parfaitement opportune au regard notamment des dispositions de l'article 3 du projet de loi relatif aux modalités d'assistance entre la COB et ses homologues étrangers qui implique une information du Gouvernement.

M. Raymond Bourguine s'est inquiété des pouvoirs de sanction directe accordés à la COB à la fois d'un point de vue juridique et d'un point de vue pratique au regard d'un quasi-doublement des personnels qu'imposera la transformation de la COB en tribunal, alors même que cet organisme ne dispose que de ressources financières aléatoires. Il a également contesté le principe de sanction pécuniaire visant les personnes morales pouvant atteindre 10 millions de francs ou le décuple des profits illicites. Ces sanctions visent en effet les actionnaires minoritaires et l'ensemble des ayants-droits de l'entreprise (personnels, créanciers...). Seule la confiscation de ces profits illicites paraît acceptable.

S'agissant des règles s'appliquant aux OPA, M. Raymond Bourguine, rapporteur pour avis, a estimé qu'il n'était pas de la responsabilité d'une assemblée composée de personnes intéressées (sociétés de bourse et banques actionnaires, mais de celle de la loi, de fixer le régime de la propriété. La quotité retenue de deux tiers pour les OPA obligatoires déclenchées à partir du seuil d'un tiers ne lui est pas apparue comme suffisamment protectrice des actionnaires minoritaires en raison de la décote qu'entraîne pour ces derniers une telle situation. Il a estimé en conséquence que les OPA devaient porter sur la totalité des actions à l'instar des cessions de bloc de contrôle qui impliquent un maintien de cours portant potentiellement sur la totalité du capital.

S'agissant de l'action de concert, le rapporteur pour avis s'est interrogé sur la présomption d'accord existant entre la société et ses dirigeants et a souhaité que l'Etat français, en tant qu'il intervient sur le marché par le truchement des entreprises publiques, soit un sujet de droit comme un autre.

M. Paul Loridant a souhaité une amélioration du traitement des petits actionnaires notamment quant à leur capacité de présenter des résolutions en assemblée générale et à la désignation de leurs représentants dans les conseils d'administration.

M. Christian Poncelet, président, s'est interrogé sur les décisions de la COB en matière de sanction pécuniaire dont l'appel n'est pas suspensif.

En réponse aux intervenants, M. Pierre Bérégovoy a souligné à nouveau les garanties que présentait la COB dans sa nouvelle composition et a indiqué qu'elle sanctionnerait des infractions dont certains éléments sont retenus pour les délits pénaux mais dont certains éléments sont également absents, qu'il y avait donc une différence de qualification entre ces sanctions et la répression pénale.

Le ministre d'Etat a souhaité qu'un excès de juridisme ne soit pas un frein qui finisse par interdire la répression des infractions.

Répondant à M. Christian Poncelet, président, le ministre d'Etat a considéré que l'appel non suspensif à l'égard des décisions de la COB posait un vrai problème, celui d'un préjudice difficilement réparable.

S'agissant des OPA, M. Pierre Bérégovoy a indiqué que le projet de loi n'entendait ni les encourager, ni les interdire, mais qu'il se proposait d'introduire davantage de transparence dans les interventions de l'attaquant et des moyens supplémentaires de se défendre en faveur de la cible.

Il a indiqué que la préférence entre les quotités de 66 % et 100 % variait selon que les chefs d'entreprise se sentaient vulnérables ou au contraire désireux de pratiquer une croissance externe à l'étranger. Dans cette dernière hypothèse, il est à craindre qu'un dispositif exigeant l'acquisition de la totalité du capital puisse entraîner chez nos voisins des mesures restrictives.

Répondant à M. Paul Loridant, M. Pierre Bérégovoy s'est montré partisan d'un dispositif simple et pratique visant à mieux organiser la représentation des petits actionnaires sans dissimuler toutefois les difficultés d'atteindre un tel dispositif.

Enfin, le ministre d'Etat ne s'est pas déclaré favorable à une modification des ressources actuelles de la COB.

2 - EXAMEN EN COMMISSION

A l'article 1er modifiant l'article 2 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 instituant une commission des opérations de bourse, qui fixe la composition de la COB, elle a adopté huit amendements sur proposition de **M. Raymond Bourguine, rapporteur pour avis.**

Le premier amendement augmente d'un membre l'effectif du collège de la commission, par adjonction d'une personnalité qualifiée supplémentaire ; le second tend par coordination à fixer à huit le nombre des membres du collège ; le troisième, adopté après intervention de **MM. Josy Moinet, Jacques Oudin, Christian Poncelet, président, et Jacques Descours Desacres,** supprime la limite d'âge de 65 ans prévue, pour la nomination des membres, par le projet ; le quatrième apporte une précision rédactionnelle ; le cinquième permet d'étendre à un représentant, membre du collège, la délégation au profit du président prévue par le projet ; le sixième élargit la liste des documents qui peuvent être visés par le président lui-même ; le septième indique que la commission peut siéger soit en formation plénière, soit en sections ; le huitième, enfin, rétablit la présence d'un commissaire du Gouvernement auprès de la commission.

Après l'article 1er, elle a adopté, sur proposition du rapporteur pour avis, un article additionnel prévoyant la présence auprès du conseil des bourses de valeurs et du conseil du marché à terme d'un représentant de la commission des opérations de bourse, ainsi qu'un article additionnel soumettant expressément au secret professionnel le président et le commissaire du Gouvernement de la COB.

Elle a ensuite adopté sans modification l'article 2, qui modifie les procédures d'enquête dont dispose la commission, l'article 3 qui traite des demandes d'assistance formulées par les autorités de marché étrangères et l'article 4 qui instaure une procédure de perquisition par les enquêteurs de la commission.

Puis elle a procédé à la discussion de l'article 5 qui introduit les articles 8-1, 9-1 et 9-2 nouveaux dans l'ordonnance de 1967.

Après avoir adopté sans modification l'article 8-1 qui confère à la commission le pouvoir de demander la mise sous séquestre de fonds ou valeurs, elle a adopté sur proposition de **M. Raymond Bourguine, rapporteur pour avis,** et après intervention

de MM. Robert Vizet et Jacques Descours Desacres, un amendement précisant le fondement des injonctions que l'article 9-1 permet à la commission d'effectuer ; elle a ensuite adopté, après un large débat auquel ont participé MM. Josy Moinet, Jean-Pierre Masseret, Christian Poncelet, président, et Raymond Bourguine, rapporteur pour avis, un amendement supprimant le texte proposé par l'article 5 pour l'article 9-2 de l'ordonnance, qui crée un pouvoir de sanction conféré à la commission des opérations de bourse.

Puis elle a adopté, sans modification, l'article 6, qui modifie le régime du délit d'entrave à l'action des agents de la commission.

Après l'article 7, elle a adopté sur proposition de M. Raymond Bourguine, rapporteur pour avis, un article additionnel alignant le montant des amendes prévues pour sanctionner les auteurs de délits d'initié et de délits de manipulation de cours sur celui des sanctions pécuniaires créées par le projet.

A l'article 7 bis, elle a, sur proposition du rapporteur pour avis, adopté un amendement transférant à la juridiction judiciaire compétence pour statuer sur le contentieux des agréments d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières et de gérants de portefeuille.

A l'article 8 qui donne compétence au président de la commission pour ester en justice, elle a, sur proposition de M. Raymond Bourguine, adopté un amendement élargissant le champ d'application de l'article ; elle a également adopté, après intervention de MM. Jean-Pierre Masseret, Josy Moinet, Jacques Oudin et Jacques Descours Desacres et sur proposition du rapporteur pour avis, un amendement prévoyant la possibilité de faire confisquer par les juridictions compétentes les profits illicites réalisés grâce à des pratiques contraires aux lois et règlements régissant le fonctionnement du marché financier.

A l'article 8 bis, elle a, sur proposition du rapporteur pour avis, adopté un amendement de coordination ainsi qu'un amendement conférant au président du tribunal de grande instance le pouvoir de prononcer des sanctions pécuniaires.

A l'article 9, elle a, sur proposition de M. Raymond Bourguine et après intervention de MM. Robert Vizet, Stéphane Bonduel et Jacques Oudin, adopté un amendement garantissant à la commission les moyens financiers nécessaires à l'exercice de sa

mission, conformément à l'ordonnance du 2 janvier 1959 portant loi organique relative aux lois de finances.

Elle a ensuite adopté sans modification l'article 10, qui apporte des coordinations et l'article 11, relatif au régime des augmentations de capital en période d'offre publique d'achat.

Puis elle a adopté, sur proposition du rapporteur pour avis et après intervention de MM. Robert Vizet et Jacques Descours Desacres, un article additionnel avant l'article 11 bis, introduisant la faculté pour le conseil d'administration d'une société visée par une offre publique d'achat de convoquer une assemblée générale des porteurs de titres conférant ou pouvant conférer le droit de vote, en vue de les informer sur les intentions de l'auteur de l'offre.

A l'article 11 bis, elle a ensuite adopté sur proposition de M. Raymond Bourguine, un amendement prévoyant une nouvelle rédaction de l'article, qui insère dans la loi l'ensemble des dispositions afférentes aux offres publiques d'achat consécutives à un franchissement de seuil.

Après l'article 11 bis, elle a, sur proposition du rapporteur pour avis, adopté trois articles additionnels ayant pour objet des coordinations avec l'amendement adopté à l'article 11 bis.

A l'article 12, qui apporte des précisions sur le régime des franchissements de seuil, elle a adopté un amendement rédactionnel proposé par son rapporteur pour avis.

A l'article 13, relatif aux franchissements de seuil, à l'action de concert et aux pactes d'actionnaires, elle a, sur proposition de M. Raymond Bourguine, rapporteur pour avis, adopté cinq amendements ; les trois premiers apportent des précisions rédactionnelles ; le quatrième étend la présomption d'action de concert ; le cinquième, enfin, indique que les personnes agissant de concert sont tenues solidairement aux obligations qui leur sont faites par la loi.

A l'article 14 relatif au régime des franchissements de seuil, elle a adopté, sur proposition du rapporteur pour avis, un amendement rédactionnel.

A l'article 15 relatif aux sanctions applicables en cas de franchissements de seuil non déclarés, elle a, sur proposition de M. Raymond Bourguine, adopté un amendement précisant la portée

du régime de suspension des droits de vote par décision du président du tribunal de commerce ainsi qu'un amendement rédactionnel.

Avant l'article 16, elle a, sur proposition de **MM. Raymond Bourgine, Roger Chinaud, Jean Cluzel et Joseph Raybaud**, adopté un article additionnel élevant au tiers le pourcentage du capital ou des droits de vote qu'une même personne est en droit de détenir dans une société cotée du secteur audiovisuel.

Après avoir adopté sans modification l'article 16, elle a, par coordination avec l'article additionnel adopté avant l'article 16, modifié l'intitulé du titre II du projet.

A l'article 17 qui traite du régime de l'agrément et du contrôle des gérants de portefeuille, elle a, sur proposition du rapporteur pour avis et après intervention de **MM. Josy Moinet et Christian Poncelet, président**, adopté trois amendements tendant, pour le premier, à substituer la forme de la société en commandite par action à celle de la société anonyme pour la gestion de portefeuille, pour le second, à apporter une précision rédactionnelle et pour le troisième à inscrire dans la loi l'ensemble du régime disciplinaire des gérants de portefeuille.

Elle a ensuite adopté sans modification les articles 18 et 19 qui reprennent en les modifiant des dispositions de la loi du 21 décembre 1972, antérieurement applicable aux gérants de portefeuille.

A l'article 20 qui traite des modalités d'entrée en vigueur du nouveau régime applicable aux gérants de portefeuille, elle a, sur proposition de **MM. Josy Moinet et Raymond Bourgine, rapporteur pour avis**, adopté deux amendements de précision.

A l'article 21 A qui prévoit la fixation par le conseil du marché à terme du montant des cotisations nécessaires à l'accomplissement de sa mission, elle a, sur proposition du rapporteur pour avis, adopté un amendement indiquant que ce conseil est doté de la personnalité morale.

Puis elle a adopté sans modification l'article 21, qui permet à la commission des opérations de bourse de demander une nouvelle délibération au conseil du marché à terme en matière disciplinaire, l'article 21 bis qui modifie les modalités de sélection des établissements habilités à participer à la compensation des contrats à

terme d'instruments financiers et l'article 22 qui élargit les modalités de saisine du conseil du marché à terme.

Avant l'article 23, elle a adopté, sur proposition du rapporteur pour avis, un article additionnel, transférant à la juridiction judiciaire l'examen des recours contentieux contre les décisions du conseil des bourses de valeurs et du conseil du marché à terme prises en matière disciplinaire.

Puis elle a adopté sans modification l'article 23, relatif au régime disciplinaire des personnes intervenant sur le marché à terme, l'article 23 bis, modifiant les conditions de démarchage pour les opérations sur les marchés étrangers et l'article 24, conférant à la commission des opérations de bourse la possibilité de demander une deuxième délibération au conseil des bourses de valeurs en matière disciplinaire.

A l'article 24 bis, qui prévoit la limitation de la garantie accordée aux épargnants qui opèrent sur le marché financier, elle a, sur proposition du rapporteur pour avis et après intervention de **MM. Roland du Luart et Christian Poncelet, président**, adopté un amendement supprimant l'article.

Après l'article 24 bis, elle a, sur proposition de **M. Raymond Bourguine, rapporteur pour avis**, adopté quatre articles additionnels prévoyant, pour le premier, un nouveau régime des appels de cotisations au fond de garantie, pour le second, l'instauration d'une responsabilité solidaire des dirigeants de sociétés de bourse et, pour les deux derniers, la suppression du secret professionnel à l'égard des agents de la société des bourses française et de la commission bancaire pour les commissaires aux comptes.

A l'article 25 qui instaure un conseil de discipline des organismes de placement collectif en valeurs mobilières, elle a, sur proposition du rapporteur pour avis et après intervention de **M. Christian Poncelet, président**, adopté cinq amendements tendant à étendre le champ de compétence du conseil aux fonds communs de créances, prévoir la présence au sein du conseil d'un conseiller à la Cour de cassation et d'un membre désigné par le conseil du marché à terme, soumettre au secret professionnel les membres du conseil, transférer au juge judiciaire compétence pour connaître du contentieux des décisions du conseil et interdire que les sanctions pécuniaires infligées à des organismes de placement collectif en valeurs mobilières ne diminuent le montant du bénéfice distribuable à leurs actionnaires ou porteurs de parts.

Après l'article 25, elle a adopté, sur proposition de M. Raymond Bourguine, un amendement inscrivant le conseil de discipline des organismes de placement collectif en valeurs mobilières parmi les organismes habilités à se transmettre des informations, en dépit du secret professionnel auquel sont tenus leurs membres.

A l'article 25 bis, qui prévoit l'instauration d'un dispositif de capitalisation pour les organismes de placement collectif en valeurs mobilières, elle a, sur proposition du rapporteur pour avis, adopté un amendement de précision.

Elle a ensuite adopté sans modification les articles 26 et 26 bis, relatifs à l'information du comité d'entreprise ou du comité de groupe en cas d'offre publique d'achat, l'article 27, relatif à l'application de la loi dans les territoires d'outre-mer et dans la collectivité territoriale de Mayotte, l'article 28, prévoyant la date d'application de la loi pour ses dispositions applicables à la commission des opérations de bourse et l'article 29, faisant obligation aux personnes détenant plus de 5 % des droits de vote dans une société cotée d'en faire déclaration au conseil des bourses de valeurs.

Puis elle a adopté l'ensemble du projet de loi ainsi modifié.