

SÉNAT

PREMIERE SESSION ORDINAIRE DE 1978-1979

Annexe au procès-verbal de la séance du 5 octobre 1978.

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 relatif aux sociétés d'investissement à capital variable,*

Par M. Josy-Auguste MOINET, ,
Sénateur.

(1) Cette commission est composée de : MM. Edouard Bonnefous, président ; Geoffroy de Montalembert, Paul Ribeyre, Jacques Descours Desacres, Henri Tournan, vice-présidents ; Joseph Raybaud, Modeste Legouez, Paul Jargot, Yves Durand, secrétaires ; Maurice Blin, rapporteur général ; Charles Alliès, René Ballayer, Roland Boscary-Monsservin, Jean Chamant, René Chazelle, Bernard Chochoy, Jean Cluzel, Marcel Debarge, Henri Duffaut, Marcel Fortier, André Fosset, Jean-Pierre Fourcade, Jean Francou, Henri Goetschy, Gustave Héon, Marc Jacquet, René Jager, Tony Larue, Anicet Le Pors, Georges Lombard, Raymond Marcellin, Josy Moinet, Gaston Pams, Louis Perrein, Christian Poncelet, Robert Schmitt, Camille Vallin.

Voir le numéro :

Sénat : 462 (1977-1978).

SOMMAIRE

	Pages.
INTRODUCTION	3
I. — Les SICAV ont connu un relatif succès	4
1° Lancées en 1964, les SICAV ont vu leur nombre croître régulièrement ainsi que le volume des actifs gérés	4
2° La rentabilité des capitaux investis est difficile à apprécier.	7
II. — ... malgré une législation inadaptée	12
1° Une législation complexe	12
2° Une législation inadaptée	13
III. — Une réforme qui doit faciliter la gestion des SICAV	15
IV. — Un instrument privilégié de la politique d'orientation de l'épargne	16
CONCLUSION	17
EXAMEN EN COMMISSION	
I. — Discussion générale	19
II. — Examen des articles	21
ANNEXES	

Mesdames, Messieurs,

Les sociétés d'investissement à capital variable (SICAV) ont pour objet de permettre aux épargnants de s'intéresser au marché des valeurs mobilières grâce à une mise en commun de fonds, à une recherche de la dispersion des risques et à une gestion par des spécialistes dans le cadre d'un portefeuille collectif. Ces sociétés sont également utilisées pour faciliter la gestion des portefeuilles d'organismes institutionnels ainsi que celle des comptes gérés.

Il semble qu'une telle formule réponde à un besoin, bien que la réglementation à laquelle elle est soumise ne soit pas sans inconvénient. Le texte proposé doit faciliter la gestion des SICAV et faire de celles-ci un instrument privilégié de la politique d'orientation de l'épargne.

I. — LES SICAV ONT CONNU, UN RELATIF SUCCES...

1° Lancées en 1964, les SICAV ont vu leur nombre croître régulièrement, ainsi que le volume des actifs gérés.

	SICAV EN ACTIVITE AU 31 DECEMBRE 1977			NOMBRE de SICAV créées dans l'année.
	Valeurs diversifiées.	Obligations.	Total.	
1964	8	>	8	8
1965	9	>	9	1
1966	10	>	10	1
1967	(1) 12	3	15	6
1968	15	7	22	7
1969	19	11	30	8
1970	41	12	53	23
1971	51	12	63	10
1972	56	14	70	7
1973	64	19	83	13
1974	67	21	88	5
1975	69	22	91	3
1976	69	24	93	2
1977	(2) 69	28	97	5

(1) Trois SICAV diversifiées ont effectivement été créées en 1967, mais deux anciennes ont fusionné.

(2) Trois SICAV diversifiées ont effectivement été créées en 1977, mais deux anciennes ont fusionné.

Deux SICAV en valeurs diversifiées sont devenues des SICAV obligations.

Source : COB.

Au 30 septembre 1978, 107 SICAV seraient en activité. Les dix dernières créations enregistrées en 1978 sont des SICAV qui se sont engagées à employer au moins 60 p. 100 de leurs actifs en valeurs françaises à revenu variable afin que leurs détenteurs puissent bénéficier des dispositions fiscales prévues par la loi du 13 juillet 1978 relative à l'orientation de l'épargne. Dix autres SICAV seraient en cours de constitution dont huit satisferaient au critère précédent.

Ce rapide développement du nombre des SICAV est lié :

— d'une part, à l'apparition à partir de 1966 de la concurrence entre intermédiaires financiers, notamment entre banques après la suppression de la distinction entre banques d'affaires et banques de dépôts ;

— d'autre part, à l'adoption par les pouvoirs publics de divers textes qui ont rénové les conditions et les modalités de la collecte

de l'épargne et de sa gestion en valeurs mobilières : création de fonds commun de placement, plan d'épargne à long terme, loi sur le démarchage des valeurs mobilières, etc. ;

— enfin la réaction favorable du public aux innovations des banques et à leur publicité intensive.

Corrélativement, les actifs gérés par les SICAV ont augmenté assez régulièrement ainsi que les capitaux nets recueillis malgré les vicissitudes des cours de bourse depuis 1964. Mais la crise de 1974 a ramené de plus de trois milliards à 500 millions de francs le volume des capitaux recueillis chaque année, et a affecté le rythme de progression du volume des capitaux gérés.

ANNEE	NOMBRE de SICAV.	CAPITAUX nets recueillis (1).	ACTIFS GERES
		(En millions de francs.)	
1964	8	490	696
1965	9	385	1 131
1966	10	265	1 381
1967	15	403	2 170
1968	22	2 111	4 721
1969	30	3 039	9 656
1970	53	3 032	13 096
1971	63	3 181	16 457
1972	70	3 700	22 000
1973	83	3 100	24 000
1974	88	294	21 000
1975	91	586	25 000
1976	93	443	26 000
1977	97	564	27 460

(1) Capitaux nets recueillis (dans le public) : souscriptions diminuées des rachats, non compris les participations des groupes fondateurs.

Source : COB et Conseil économique et social.

Les effets conjugués de la loi du 13 juillet dernier et la forte reprise des cours de bourse sont de nature à permettre aux SICAV de reprendre un rythme de développement comparable à celui qu'elles ont connu dans les premières années de cette décennie.

Au cours du premier semestre 1978, les capitaux nets recueillis seraient d'un montant de l'ordre de 650 millions de francs. Au 30 juin 1978, l'actif net des SICAV s'élèverait à 29 900 millions de francs (soit une augmentation de + 8,9 % depuis le 31 décembre 1977), dont 4 500 millions de francs (+ 29,3 %) en actions françaises, soit 2,81 % de la capitalisation boursière.

Au 31 décembre 1977, l'actif net global des SICAV avait reçu les emplois suivants :

	EN MILLIONS de francs.	EN POURCENTAGE de l'actif net.
<i>Portefeuille.</i>		
Actions :		
Françaises	3 481	12,6
Etrangères	4 045	14,7
Obligations :		
Françaises	16 181	58,9
Etrangères	1 926	7
Valeurs :		
Françaises	19 662	71,6
Etrangères	5 972	21,7
Total	25 635	93,3
<i>Autres placements.</i>		
Billets hypothécaires	146	0,5
Bons du Trésor	82	0,3
Liquidités et divers	1 593	5,8
Actif net	27 457	100

Source : COB.

Le tableau qui précède montre la place prépondérante qui a été donnée aux valeurs à revenu fixe (66 % de l'actif net) au détriment des valeurs à revenu variable (27 %) pour lesquelles la préférence est allée aux titres étrangers : 14,7 % contre 12,6 % pour les titres français.

La préférence donnée aux placements à revenu fixe s'explique essentiellement par la faiblesse des cours des valeurs à revenu variable et par l'offre de titres à long terme à taux d'intérêt relativement élevés. Les gestionnaires de SICAV ont pu ainsi assurer une meilleure rémunération des capitaux qui leur étaient confiés et continuer à servir des dividendes. Les plus-values dégagées ont été faibles et l'actif net des SICAV, compte tenu des capitaux nets recueillis chaque année, a progressé à un rythme beaucoup plus lent.

2' La rentabilité des capitaux investis est difficile à apprécier.

Du point de vue de l'épargnant auquel s'adresse plus particulièrement le « produit financier SICAV », il existe deux méthodes pour apprécier la rentabilité d'un tel placement :

— selon que l'épargnant cherche à s'assurer des ressources régulières, il souhaitera connaître le rendement du produit financier proposé ;

— selon que l'épargnant souhaite disposer à terme d'un capital, il appréciera les plus-values dégagées sur différentes périodes.

a) *Le rendement des SICAV* est déterminé par le rapport entre, d'une part, le montant du dernier dividende, auquel s'ajoute le crédit d'impôt, et, d'autre part, la valeur liquidative de l'action SICAV en fin de mois.

Au 31 décembre 1977, les rendements des SICAV étaient les suivants :

TYPE DE SICAV	NOMBRE	RENDEMENT EN POURCENTAGE
Diversifiées	5	Inférieur à 3 %.
	12	Entre 3 et 4 %.
	21	Entre 4 et 5 %.
	15	Entre 5 et 6 %.
	10	Entre 6 et 7 %.
	3	Entre 7 et 8 %.
	2	Supérieur à 8 %.
Obligations	4	Inférieur à 6 %.
	5	Entre 6 et 7 %.
	8	Entre 7 et 8 %.
	7	Entre 8 et 9 %.
	3	Supérieur à 9 %.

Source : COB.

Les rendements moyens des SICAV ne peuvent être comparés à ceux des actions françaises et des valeurs à revenu fixe calculés par l'INSEE ou la Caisse des Dépôts et Consignations par suite :

— de méthodes différentes de calcul de ces taux ;
 — de l'incidence des frais de gestion prélevés par les SICAV ;
 — du décalage entre l'encaissement par les SICAV des dividendes, intérêts, etc., sur les valeurs détenues en portefeuille et la redistribution par ces sociétés de ces revenus ;

— de la répartition composite des avoirs des SICAV alors que les taux calculés par l'INSEE et la Caisse des Dépôts ne concernent qu'une seule catégorie de valeurs.

b) *Le capital obtenu à terme.*

Les tableaux suivants montrent que les résultats obtenus sont très différents selon :

- que l'investissement est effectué par un versement unique ou par versements fractionnés réguliers ;
- l'époque à laquelle il a été effectué ;
- qu'il est tenu compte des dividendes et des crédits d'impôts ;
- que les dividendes sont réinvestis ou non ;
- le type de SICAV.

Investissement unique de 10 000 F.

	SANS réinvestissement des dividendes.	EN TENANT compte des dividendes encaissés et des crédits d'impôts.	AVEC réinvestissement des dividendes.
	(En pourcentage.)		
	<i>SICAV diversifiées.</i>		
Depuis le 1 ^{er} janvier :			
1968	— 11,89 à + 45,69	+ 37,51 à + 96,31	+ 43,38 à + 118,29
1969	— 31,93 à + 23,73	— 10,57 à + 78,93	— 8,97 à + 95,57
1970	— 34,08 à + 13,67	— 15,12 à + 52,81	— 13,42 à + 64,76
1971	— 22,45 à + 35,57	— 2,89 à + 74,13	— 0,93 à + 87,37
1972	— 32,06 à + 40,37	— 17,25 à + 78,13	— 15,38 à + 91,66
1973	— 37,47 à + 18,88	— 25,53 à + 47,25	— 23,56 à + 55,61
1974	— 22,28 à + 51,91	— 5,84 à + 65,75	— 5,19 à + 71,75
1975	— 6,61 à + 62,09	+ 16,02 à + 71,84	+ 16,68 à + 75,44
1976	— 15,56 à + 30,25	— 5,40 à + 35,28	— 5,49 à + 40,08
1977	— 14,46 à + 9,12	— 10,10 à + 14,34	— 10,26 à + 15,13
	<i>SICAV obligations.</i>		
Depuis le 1 ^{er} janvier :			
1968	— 5,88 à — 0,81	+ 66,89 à + 72,03	+ 96,84 à + 102,78
1969	— 12,27 à + 6,13	+ 55,54 à + 66,21	+ 77,17 à + 98,32
1970	— 12,88 à + 15,75	+ 51,13 à + 79,11	+ 70,59 à + 111,13
1971	— 13,63 à + 11,81	+ 43,46 à + 66,62	+ 56,66 à + 90,77
1972	— 14,32 à + 7,73	+ 34,46 à + 54,01	+ 43,94 à + 71,71
1973	— 17,67 à + 73,48	+ 21,63 à + 112,18	+ 28,41 à + 133,47
1974	— 11,37 à + 58,22	+ 8,21 à + 90,03	+ 10,11 à + 105,02
1975	+ 0,18 à + 36,52	+ 17,22 à + 59,08	+ 18,12 à + 67,95
1976	— 7,13 à + 27,54	+ 1,99 à + 42,85	+ 2,25 à + 47,45
1977	— 5,39 à + 14,32	+ 1,18 à + 21,43	+ 1,44 à + 22,86

Source : COB.

Investissement mensuel de 200 F.

	SANS réinvestissement des dividendes.	EN TENANT compte des dividendes encaissés et des crédits d'impôts.	AVEC réinvestissement des dividendes.
	(En pourcentage.)		
Depuis le 1 ^{er} janvier :	<i>SICAV diversifiées.</i>		
1968	— 15,08 à + 13,44	+ 7,47 à + 35,73	+ 9,53 à + 41,44
1969	— 16,32 à + 10,94	+ 0,74 à + 30,68	+ 2,30 à + 35,36
1970	— 15,72 à + 10,30	+ 0,71 à + 28,07	+ 1,23 à + 31,97
1971	— 15,61 à + 20,92	— 1,72 à + 35,43	1,27 à + 41,48
1972	— 14,48 à + 20,55	— 2,63 à + 33,81	— 2,32 à + 38,81
1973	— 12,25 à + 22,05	— 1,73 à + 33,35	— 1,44 à + 37,30
1974	8,70 à + 28,41	+ 0,94 à + 33,79	+ 1,14 à + 36,61
1975	— 9,31 à + 20,84	— 2,40 à + 26,55	— 2,36 à + 28,04
1976	— 10,72 à + 12,26	— 6,00 à + 14,65	5,95 à + 15,27
1977	— 8,60 à + 6,94	— 6,58 à + 7,84	— 5,24 à + 7,99
Depuis le 1 ^{er} janvier :	<i>SICAV obligations.</i>		
1968	— 6,47 à — 5,88	+ 33,14 à + 34,02	+ 43,64 à + 45,62
1969	— 13,34 à + 8,04	+ 26,95 à + 39,37	+ 35,44 à + 51,74
1970	— 13,07 à + 8,71	+ 23,36 à + 38,90	+ 30,04 à + 49,17
1971	— 12,76 à + 7,60	+ 19,79 à + 33,68	+ 24,93 à + 41,57
1972	— 12,02 à + 7,63	+ 16,82 à + 29,28	+ 20,71 à + 34,95
1973	— 10,44 à + 35,50	+ 15,05 à + 53,72	+ 17,94 à + 61,23
1974	— 8,60 à + 27,38	+ 5,85 à + 41,39	+ 6,48 à + 46,40
1975	8,93 à + 21,30	+ 3,30 à + 31,25	+ 3,64 à + 34,17
1976	— 9,40 à + 14,82	+ 0,58 à + 20,93	+ 0,78 à + 22,41
1977	— 7,53 à + 8,33	— 0,14 à + 10,65	+ 0,20 à + 11,11

Source : COB.

Les tableaux qui précèdent appellent deux remarques :

— les écarts sont beaucoup plus grands pour les SICAV diversifiées que pour les SICAV obligations ;

— selon la forme de l'investissement (unique ou fractionné, et l'époque choisie, les résultats obtenus sont très différents : les investissements effectués depuis 1974 donnent de meilleurs résultats.

DU 1 ^{er} JANVIER 1968 AU 31 DECEMBRE 1977		
Sans réinvestissement des dividendes.	En tenant compte des dividendes encaissés et des crédits d'impôts.	Avec réinvestissement des dividendes.

(En pourcentage.)

1° INVESTISSEMENT UNIQUE DE 10 000 F

SICAV diversifiées.

Elysées Valeurs	+ 4,38	+ 51,69	+ 59,37
Epargne mobilière	+ 13,09	+ 68,04	+ 79,10
Epargne Valeur	+ 9,72	+ 66,91	+ 79,27
France Investissement	+ 17,94	+ 61,72	+ 73,26
France Placement	+ 22,16	+ 59,84	+ 69,25
Le Livret portefeuille	+ 32,31	+ 96,06	+ 118,29
Optima	+ 0,99	+ 45,08	+ 52,39
S. I. Est.....	+ 45,69	+ 96,31	+ 114,08
Slivafrance	+ 25,20	+ 93,84	+ 110,82
Slivam	- 11,89	+ 37,51	+ 43,38
Sogévar	+ 13,29	+ 61,49	+ 72,28
Soginter	+ 34,31	+ 82,27	+ 94,98

SICAV obligations.

Epargne Obligations	- 5,00	+ 66,89	+ 99,61
Slivarente	- 0,81	+ 72,03	+ 102,78
Sogépargne	- 5,88	+ 67,15	+ 96,84

2° INVESTISSEMENT MENSUEL DE 200 F

SICAV diversifiées.

Elysées Valeurs	- 9,47	+ 14,32	+ 17,14
Epargne mobilière	- 5,29	+ 19,60	+ 22,80
Epargne Valeur	- 6,65	+ 19,61	+ 23,49
France Investissement	+ 2,90	+ 22,52	+ 26,98
France Placement	+ 5,56	+ 22,20	+ 25,59
Le Livret portefeuille.....	+ 6,11	+ 34,50	+ 40,91
Optima	- 6,87	+ 12,39	+ 14,89
S. I. Est.....	+ 13,44	+ 35,73	+ 41,44
Slivafrance	- 3,73	+ 29,64	+ 34,88
Slivam	- 15,08	+ 7,47	+ 9,53
Sogévar	- 1,85	+ 19,18	+ 22,82
Soginter	+ 4,12	+ 24,83	+ 28,93

SICAV obligations.

Epargne Obligations	- 3,89	+ 33,95	+ 45,62
Slivarente	- 3,68	+ 33,14	+ 43,64
Sogépargne	- 6,47	+ 34,02	+ 45,16

Source : COB.

Le tableau qui précède fait apparaître (en pourcentage) le résultat d'un placement en actions SICAV sur une période de dix ans pour les SICAV en activité au 1^{er} janvier 1968, d'une part, pour un investissement unique de 10 000 F fait à cette date-là, et, d'autre part, pour un investissement de 200 F par mois depuis la même date.

Il appelle les remarques suivantes :

— les résultats sont nettement meilleurs pour un placement de 10 000 F que pour un placement de 200 F par mois ;

— si l'on ne tient pas compte des dividendes, une seule SICAV diversifiée et les trois SICAV obligations ne retrouvent pas le capital investi de 10 000 F ; dans le cas d'un investissement de 200 F par mois, sept SICAV diversifiées sur douze et les trois SICAV obligations sont dans ce cas ;

— si l'on tient compte des dividendes, réinvestis ou non, le capital obtenu est toujours supérieur au capital investi, le résultat étant supérieur en cas de réinvestissement. Toutefois, deux SICAV seulement obtiennent, avec un capital investi en une seule fois, un résultat qui conserve à celui-ci son pouvoir d'achat (hausse des prix entre le 1^{er} janvier 1968 et le 31 décembre 1977 : 113,1 %).

Le placement en actions de SICAV est un placement boursier, mais qui atténue les effets négatifs ou positifs du marché des valeurs mobilières. Il présente donc une certaine sécurité. Toutefois, s'il permet au simple particulier d'assurer la gestion de son épargne sans se tenir étroitement et personnellement informé de l'évolution quotidienne des marchés, le « placement SICAV » ne saurait le garantir à long terme avec certitude sur le maintien de son patrimoine.

L'épargnant doit donc faire un effort minimum d'information sur l'évolution de la conjoncture économique et financière à moyen terme et procéder périodiquement à d'éventuels arbitrages entre différentes formes de placement.

II. — ...MALGRE UNE LEGISLATION INADAPTEE

1° Une législation complexe.

C'est une ordonnance du 2 novembre 1945 qui a autorisé la création de sociétés d'investissement. Ces sociétés, dites « fermées », étaient dotées d'un régime juridique qui ne les distinguait pas de celui des sociétés anonymes, notamment en ce qui concerne la réalisation de leurs augmentations de capital, l'évaluation de leurs actifs. A partir de juin 1952, après l'obtention sous certaines conditions (capital minimum, cotation en bourse) du régime fiscal dit « de transparence fiscale », elles connurent un certain succès. En septembre 1967, trente-deux sociétés d'investissement « fermées » disposaient d'avoirs s'élevant à 3,6 milliards de francs en valeur boursière.

Toutefois, comme le notait, en mai 1963, le comité d'experts chargé d'étudier le financement des investissements, « de nombreuses sociétés d'investissement jouent essentiellement un rôle de sociétés auxiliaires pour la gestion des portefeuilles-titres de leurs fondateurs. Leurs actions sont cotées en bourse parce que c'est là une condition du régime fiscal favorable qui leur est accordé : mais aucun effort de publicité ou de démarchage n'a été fait en vue d'y intéresser le public. »

La cotation des titres de la plupart de ces sociétés d'investissement a lieu dans un marché étroit, et la concordance entre le prix de négociation et la valeur liquidative du titre n'est pas assurée. Ainsi, au 30 septembre 1967, la décote des cours des sociétés d'investissement « fermées », par rapport à leur valeur liquidative, était en moyenne de 16 %, avec un éventail de taux de décote allant de 1 % à 31 %.

A l'expérience, ces sociétés « fermées » se révélèrent donc incapables de jouer correctement le rôle de structure d'accueil et d'encouragement de l'épargne assigné par le législateur.

Un décret du 28 décembre 1957, qui introduisait un titre III dans l'ordonnance de 1945, ouvrait la voie à la création, en France, de sociétés d'investissement à capital variable. Par crainte que la mise en œuvre de cette nouvelle formule de collecte des capitaux ne troublât les circuits classiques, ce décret resta sans texte d'application jusqu'en septembre 1963, date à partir de laquelle les premières SICAV purent être introduites sur le marché.

Les SICAV sont donc régies par une ordonnance du 2 novembre 1945, notamment le titre III, rédaction du décret du 28 décembre 1957, modifié par ceux des 20 septembre 1963 et 22 août 1972. Des arrêtés d'application modifiés du 2 novembre 1945 sur les frais de gestion (entre 1,5 et 4,75 % de la valeur liquidative de l'action) et du 14 octobre 1963 sur la présentation du bilan et du compte de profits et pertes complètent la législation de base qui les régit.

Mais étant par nature des sociétés, les SICAV sont également soumises, pour toutes les dispositions non spécifiquement prévues dans les textes cités précédemment, aux prescriptions de la loi du 24 juillet 1966 et du décret du 23 mars 1967 sur les sociétés commerciales, sans préjudice des dispositions non abrogées de la loi du 24 juillet 1867, en ce qui concerne les dispositions particulières aux sociétés à capital variable, et de l'article 3 modifié de la loi du 30 janvier 1907.

Ce statut complexe n'est pas sans présenter des difficultés dans son application, ne serait-ce que du fait de la dualité d'inspiration de ces textes : droit commun des sociétés commerciales d'une part, nature particulière des opérations de sociétés financières à capital variable d'autre part.

2° Une législation inadaptée.

La SICAV doit ainsi observer à la fois des prescriptions relevant de son activité de gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières et de celles dues à sa forme sociétaire qui lui impose le respect de contraintes complémentaires et l'observation de formalités pas toujours appropriées à son objet.

Une première difficulté importante est apparue en 1974. A la suite de la baisse des cours de bourse, la valeur liquidative des actions de certaines SICAV est devenue inférieure à leur valeur nominale. Comme pour les autres sociétés, les SICAV devaient, pour constituer « la provision pour dépréciation du portefeuille » après épuisement des réserves, prélever sur les produits de l'exercice (revenus du portefeuille et des liquidités).

Dans ces conditions, et compte tenu du caractère insuffisant de leurs réserves, les SICAV auraient été tenues d'affecter tout ou partie de leurs revenus à la compensation de leurs pertes et de renoncer à toute distribution à leurs actionnaires. Cette situation aurait, d'une part, entraîné la perte du régime de la transparence fiscale et lésé les actionnaires de SICAV par rapport aux porteurs ordinaires d'actions et d'obligations qui continuent à percevoir divi-

dendes et intérêts malgré la dépréciation de leurs titres.

La loi de finances rectificative du 27 décembre 1974 a modifié l'ordonnance du 2 novembre 1945 relative aux SICAV en leur permettant de réduire la valeur nominale des actions au niveau de la valeur d'inventaire et donc de prélever sur le compte capital ce qui aurait dû l'être sur les revenus distribuables.

Sans doute cette disposition a-t-elle permis de substituer pratiquement la notion de valeur liquidative à celle de valeur comptable attachée aux actions de la SICAV et de faire reconnaître ainsi la spécificité de ces sociétés par rapport aux autres sociétés ; toutefois des règles particulières restaient encore à établir pour résoudre d'autres difficultés :

— en cas de fusion de SICAV, les formalités de publicité, de fixité de la parité d'échange et d'approbation des comptes de la société absorbée prévues par la loi du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales ne peuvent être intégralement respectées. Quelques sociétés ont cependant défini empiriquement une procédure ne portant pas préjudice aux actionnaires (cf. annexe I) ;

— il apparaît que l'information des actionnaires, la tenue des assemblées générales, le contrôle des comptes nécessitent des adaptations particulières de la législation actuellement en vigueur ;

— enfin la législation française doit être modifiée en tant que de besoin pour être en harmonie avec un projet de directive sur les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) (Fonds communs de placement et SICAV) en cours d'élaboration — depuis plusieurs années — par la Commission des communautés européennes.

Un groupe de travail, créé par le Ministre de l'Economie et des Finances en décembre 1974, a été chargé d'étudier une réforme de la réglementation des SICAV. Ses travaux ont directement inspiré le projet de loi qui nous est soumis et dont le dépôt sur le bureau de notre Assemblée a été hâté par les impératifs de la politique d'orientation de l'épargne.

III. — UNE REFORME QUI DOIT FACILITER LA GESTION DES SICAV

L'examen détaillé de ce projet de loi relatif aux SICAV est de la compétence de notre Commission des Lois. Nous n'en évoquerons seulement que les principales caractéristiques, et porterons plus particulièrement notre attention sur deux dispositions fiscales.

Trois idées directives ont inspiré ce texte :

- rapprocher au maximum la situation du porteur d'une action de SICAV de celle d'un propriétaire direct de valeurs mobilières ;
- permettre aux SICAV des opérations de fusion ou d'apports ;
- adapter les dispositions relatives aux SICAV au projet de directive communautaire.

Pour ce faire le texte prévoit notamment :

- un mode particulier d'évaluation permanente du capital des SICAV, caractéristique essentielle de ces sociétés ;
- une définition du bénéfice identique à celle déjà appliquée mais dont toutefois les modalités de calcul seront fixées par décret ;
- une information obligatoire du public et des souscripteurs placés sous le contrôle de la Commission des Opérations de Bourse ;
- une simplification des procédures quant à la réalisation des opérations de fusion ou de scission et au contrôle des actionnaires tout en assurant la sauvegarde des droits de ces derniers ;
- diverses mesures quant à la constitution des SICAV, au contrôle des comptes, aux sanctions pénales ;
- enfin des mesures d'harmonisation avec le projet de directive communautaire.

Deux articles (23 et 24) précisent le régime fiscal des SICAV :

— d'une part le régime fiscal particulier de la « transparence fiscale » est maintenu. Les revenus du portefeuille des SICAV sont soumis à l'impôt au niveau des actionnaires. Il en est de même pour la taxation des plus-values éventuelles par application de la loi du 5 juillet 1978 relative à l'imposition des gains nets en capital ;

— d'autre part une disposition est prévue en cas de fusion ou d'apport partiel d'actif entre une société non exonérée de l'impôt sur les sociétés et une SICAV pour interdire le cumul des avantages de deux régimes fiscaux particuliers conduisant à une exonération abusive d'impôt.

Ces dispositions sont examinées en détail à la fin de ce rapport.

IV. — UN INSTRUMENT PRIVILEGIE DE LA POLITIQUE D'ORIENTATION DE L'ÉPARGNE

Lors de la présentation devant le Parlement en juin 1978 du projet de loi relatif à l'orientation de l'épargne vers le financement des entreprises, le rôle important qui devait être tenu par les SICAV dans la collecte de l'épargne des particuliers avait été souligné.

Le rythme de création de nouvelles SICAV observé depuis juillet confirme les espoirs mis par les pouvoirs publics dans le succès de cette formule de placement. Dix nouvelles SICAV satisfaisant à l'obligation d'emploi de 60 % de leurs actifs en actions de sociétés françaises ont été créées, huit autres au moins seront vraisemblablement présentes sur le marché avant la fin de l'année.

Le projet de loi qui nous est soumis doit faciliter le développement de ces sociétés d'investissement tout en sauvegardant les droits des actionnaires et en orientant favorablement l'épargne vers les besoins de l'économie.

A ces divers titres, quelques dispositions de ce projet méritent un examen plus particulier.

1° Il faut d'abord souligner le rôle important tenu par le Ministère de l'Economie et la Commission des Opérations de Bourse (COB) dans le contrôle et la surveillance des SICAV :

— la constitution, la transformation, la fusion, la scission, l'absorption de SICAV sont soumises à l'autorisation préalable du Ministre de l'Economie après avis de la COB (art. 3).

— le Ministre de l'Economie, après avis de la COB, contrôle le développement des SICAV par l'octroi d'autorisations successives de « tranches de capital » susceptibles d'être offertes au public sous forme d'actions nouvelles (art. 7) ;

— le portefeuille et les fonds des SICAV sont obligatoirement déposés dans des établissements figurant sur une liste arrêtée par le Ministre de l'Economie ;

— les administrateurs de SICAV, à la différence de ceux d'autres sociétés, voient leur rémunération maximum fixée par le Ministre de l'Economie.

Ces diverses mesures sont destinées à assurer, dans l'intérêt des épargnants, un contrôle étroit sur le développement et le fonctionnement de ces sociétés d'investissement. L'allègement du contrôle des actionnaires que prévoit le texte est compensé par

l'autorisation préalable du Ministre de l'Economie nécessaire pour toutes les grandes décisions susceptibles d'être prises seulement en assemblée générale extraordinaire (actes de disposition notamment).

2' Un décret du 22 août 1972 avait modifié la réglementation des placements des SICAV en portant la part des actifs que ces sociétés peuvent investir en titres émis par une même collectivité de 5 à 10 %, sans pouvoir posséder cependant plus de 10 % du capital de cette collectivité et sans limitation en ce qui concerne les obligations.

Le projet de loi revient sur cette disposition et ramène les deux plafonds à 5 %. Cette nouvelle mesure semble répondre à une double préoccupation :

— satisfaire aux dispositions identiques contenues dans le projet de directives des Communautés européennes évoqué précédemment ;

— assurer une meilleure garantie aux épargnants par une meilleure division des risques.

3' Le nouveau texte ne maintient pas « l'obligation de l'obligation ..

Sur ce problème, les experts, y compris ceux du comité de 1963, sont divisés. En effet, faut-il imposer un « panachage » obligatoire actions-obligations en fixant un « plancher » d'obligations dans la composition des actifs des SICAV ou laisser les organes directeurs de chaque SICAV fixer librement leur politique d'investissement ?

Apparemment, il semble que le Gouvernement se soit rallié à l'avis de la Commission des Opérations de Bourse, qui s'est toujours déclarée hostile à cette mesure (cf. annexe II), en ne proposant pas dans le texte qui nous est soumis le maintien d'un plancher de 30 % des avoirs des SICAV en valeurs à revenu fixe. **En fait, en ne proposant pas de fixer dans la loi les conditions d'emploi des avoirs des SICAV et en se réservant le soin de les fixer par arrêté du Ministre de l'Economie (art. 5), le Gouvernement conserve une plus grande liberté dans la conduite de sa politique d'orientation de l'épargne.**

*
* *

Le taux de natalité élevé des SICAV observé depuis la loi d'orientation de l'épargne de juillet 1978 ainsi que la hausse des cours de bourse inclinent à penser que les SICAV connaîtront une rapide expansion dans les prochains mois.

La réforme proposée, tout en apportant les améliorations nécessaires pour une gestion efficace de ces organismes, paraît devoir assurer sous le contrôle du Ministre de l'Economie et de la Commission des Opérations de Bourse une bonne protection des droits et intérêts des épargnants. Elle tend à fournir aux pouvoirs publics un meilleur instrument pour orienter l'épargne vers les emplois jugés les plus opportuns.

EXAMEN EN COMMISSION

I. — Discussion générale.

Après avoir entendu l'exposé de votre rapporteur particulier, un large débat s'est ouvert au sein de votre Commission des Finances au cours duquel sont notamment intervenus :

M. André Fosset, qui a demandé quelle était l'incidence sur le développement des SICAV des dispositions de la loi du 13 juillet 1978 relative à l'orientation de l'épargne.

M. Jean-Pierre Fourcade, après avoir rappelé la compétence de la Commission des Lois sur l'ensemble du projet, a souhaité que l'avis de la Commission des Finances ne soit pas limité aux seules dispositions fiscales du texte mais porte aussi sur les conséquences économiques et financières d'autres dispositions contenues dans ce projet de loi.

Pour sa part, il a tenu à présenter deux observations :

1° Il a regretté que la composition du portefeuille des SICAV soit fixée par un simple arrêté, et non par la loi;

2° Après avoir évoqué le rôle de « gendarme du marché obligataire » qu'avaient tenu à certaines époques les SICAV, il a rappelé les objectifs de la politique d'orientation de l'épargne définie par le Gouvernement en juin dernier, notamment pour le renforcement des fonds propres des entreprises, et souligné que c'est à l'initiative du Sénat que le bénéfice de la loi du 19 juillet 1978 avait été étendu aux acquéreurs de titres non cotés et de parts de SARL lors d'augmentations de capital.

Par souci de cohérence avec cette politique, il a attiré l'attention de ses collègues sur l'intérêt qu'il y aurait à ramener de 90 à 85 % la part qui, dans les portefeuilles des SICAV, est faite aux valeurs cotées ou inscrites hors-cote afin de pouvoir accueillir plus de titres de petites entreprises dynamiques qui ne peuvent avoir accès au marché boursier.

M. Edouard Bonnefous, président, s'est associé aux propos de M. Fourcade. Il a rappelé que les SICAV avaient détourné les épargnants de la Bourse ; ceux qui s'adressent aux SICAV ne se sentent pas directement concernés. En outre, l'augmentation garan-

tie du capital, promise lors de la création des SICAV, n'a pas été assurée. Il s'est déclaré inquiet de la suppression du plancher d'obligations que devaient maintenir les SICAV dans leur portefeuille, l'absence de contrôle pouvant laisser libre cours aux manœuvres spéculatives. La sécurité sera fonction du contenu des arrêtés du Ministre de l'Economie.

Sous le bénéfice de ces observations, votre Commission des Finances donne un avis favorable à l'adoption de ce projet de loi.

II. — Examen des articles.

Article 23.

Exonération de l'impôt sur les sociétés.

Texte. — Les SICAV sont exonérées de l'impôt sur les sociétés pour la partie des bénéfices provenant des produits nets de leur portefeuille ou des gains qu'elles réalisent sur la vente des titres ou parts sociales faisant partie de ce portefeuille.

Les SICAV qui procèdent ou s'engagent à procéder au titre de chaque exercice à la distribution du résultat visée à l'article 8, peuvent seules bénéficier des dispositions de l'alinéa précédent et, au regard des droits d'enregistrement, de celles de l'article 831 du Code général des impôts.

Commentaires. — Cet article confirme le maintien en faveur des sociétés d'investissement à capital variable du bénéfice d'un régime fiscal particulier qualifié plus communément « de transparence fiscale ».

Celui-ci tend à éviter la double imposition des revenus du portefeuille, lors de l'encaissement puis lors de la distribution de ces revenus, en plaçant les actionnaires dans une situation comparable à celle qui aurait été la leur s'ils avaient été les propriétaires directs des titres composant ce portefeuille.

En conséquence les SICAV sont exonérées d'impôt sur les sociétés pour la partie de leurs bénéfices provenant des produits nets de leur portefeuille ou des plus-values qu'elles réalisent sur la vente des titres ou parts sociales faisant partie de ce portefeuille (art. 208 [1° et 1° bis A] du Code général des impôts).

Les dispositions relatives à l'avoir fiscal et au précompte ne sont donc pas applicables aux distributions effectuées par lesdites sociétés. En revanche, les actionnaires de ces sociétés peuvent imputer sur l'impôt sur le revenu ou l'impôt sur les sociétés dont ils sont redevables, tout ou partie des crédits d'impôts et avoirs fiscaux attachés aux produits du portefeuille social, dans les mêmes conditions que s'ils avaient perçu directement ces produits (art. 199 *ter* - II du Code général des impôts). Pour chaque exercice, le droit à imputation de chaque actionnaire est déterminé en proportion de sa part dans les dividendes distribués au titre de cet exercice.

En matière de droits d'enregistrement il est confirmé le bénéfice du régime du droit fixe de 220 F, qui se substitue à un droit proportionnel, sur les actes de constitution, d'augmentation de capital des SICAV.

L'application des dispositions fiscales qui précèdent (art. 208 [1°, 1 bis A], et 831 du Code général des impôts) reste subordonnée à **la répartition par les SICAV, au titre de chaque exercice, de la totalité de leurs bénéfices aux actionnaires**. Le projet de loi prévoit dans son article 8 que le résultat est obligatoirement distribué, mais la définition de celui-ci est laissée à l'initiative du pouvoir réglementaire.

L'article 160 bis du Code général des impôts, qui prévoit que le produit du rachat d'actions par une SICAV n'est pas soumis à l'impôt sur le revenu, demeure. Toutefois, les *plus-values éventuelles* enregistrées par l'actionnaire lors du rachat par la SICAV des actions en sa possession sont soumises aux dispositions de la loi du 5 juillet 1978 relative à l'imposition des gains nets en capital.

Votre Commission des Finances vous propose d'adopter le présent article sans modification.

Article 24.

Non-bénéfice du régime spécial des fusions.

Texte. — Les dispositions des articles 115 et 210 A à 210 C du Code général des impôts ne sont pas applicables aux opérations de fusion, scission et apport partiel d'actif par lesquelles une société non exonérée de l'impôt sur les sociétés fait apport de tout ou partie de ses biens à une SICAV.

La transformation en SICAV d'une société non exonérée de l'impôt sur les sociétés entraîne les mêmes conséquences fiscales que la liquidation de la société transformée et la répartition de son boni.

Commentaires. — Au titre de la politique de restructuration des entreprises encouragée par les pouvoirs publics, le législateur a institué un régime fiscal (art. 210 A à 210 C du Code général des impôts) atténuant, en ce qui les concerne, la rigueur des règles de droit commun en matière d'impôt sur les sociétés, d'impôt sur le revenu et droits d'enregistrement.

En outre, par application de l'article 115, il est prévu notamment qu'en cas de fusion ou de scission de société opérée avec le bénéfice du régime prévu aux articles 210 A à 210 C du Code général des impôts, l'attribution gratuite des titres représentatifs de l'apport aux membres de la société apporteuse n'est pas considérée comme une distribution de revenus mobiliers. Ces dispositions sont également applicables aux apports partiels d'actif.

L'application de ces dispositions aux opérations de fusion, scission et d'apport partiel d'actif par lesquelles une société non exonérée de l'impôt sur les sociétés ferait apport de tout ou partie

de ses biens à une SICAV permettrait à la société apporteuse de recevoir des titres (de SICAV) représentatifs de son apport qui ne seraient *pas considérés comme des revenus mobiliers* (art. 115) et éventuellement d'en demander le rachat à la SICAV avec le bénéfice de l'article 160 *bis* du Code général des impôts évoqué précédemment (art. 23) c'est-à-dire avec l'exonération de l'impôt sur le revenu.

Aussi le texte de cet article, en ne permettant pas le recours aux dispositions des articles 115 et 210 A à 210 C du Code général des impôts *lors d'opérations de fusion, scission ou d'apport d'actif entre une SICAV et une société non exonérée de l'impôt sur les sociétés*, interdit le cumul du bénéfice d'un régime suspensif de taxation (régime spécial des fusions) avec celui d'une exonération de l'impôt sur le revenu (art. 160 *bis* du Code général des impôts) qui conduit à une exonération définitive d'impôt.

Pour les mêmes motifs, la transformation en SICAV d'une société soumise à l'impôt sur les sociétés entraîne les conséquences fiscales d'une liquidation.

Votre Commission des Finances vous propose d'adopter le présent article sans modification.

ANNEXES



ANNEXE I

COMMISSION DES OPERATIONS DE BOURSE

Rapport au Président de la République.

Année 1977 (p. 71 et 72).

.....

Sur le plan du droit, ces opérations de fusion ou d'absorption entre SICAV ou entre SICAV et sociétés d'investissement fermées se heurtent à l'impossibilité de suivre à la lettre les prescriptions de la loi du 24 juillet 1966 auxquelles elles sont soumises. En effet, la valeur des actifs d'une SICAV évoluant constamment en fonction de la conjoncture boursière, la parité d'échange ne peut être déterminée plusieurs jours à l'avance ; en conséquence, les commissaires aux comptes et aux apports ne peuvent établir leurs rapports suivant les modalités prévues par les articles 193 et 377 de la loi sur la rémunération et l'évaluation des apports.

Certaines sociétés ont néanmoins estimé pouvoir prendre le risque de ne pas suivre à la lettre les dispositions législatives et ont défini une procédure ne portant pas de préjudice aux actionnaires. Tel a été le cas notamment d'Epargne mobilière avec l'Abeille, d'Epargne Valeur avec France Valor, Cecepi et Unival, d'Optima avec Interpriv, de SMI avec la Société financière de l'huilerie nouvelle et de Soginter avec Sovalma.

Ces sociétés ont utilisé le schéma suivant : décision par les assemblées extraordinaires de l'opération de fusion ; réalisation effective à une date ultérieure, la parité d'échange étant calculée par comparaison des valeurs liquidatives à cette date sous le contrôle des commissaires aux comptes et aux apports. Bien entendu, les actionnaires reçoivent avant les assemblées toutes les informations nécessaires sur l'opération projetée avec notamment un exemple de calcul de la parité effectuée à une date donnée.

En 1977 une fusion a été effectuée entre Actigest et Etoile Sélection ; ces sociétés ont utilisé un schéma différent en ce sens que les assemblées extraordinaires se sont prononcées sur la parité d'échange. En effet, le déroulement des opérations a été choisi de façon à permettre le calcul des valeurs liquidatives sur la base des cours du vendredi 1^{er} juillet, les assemblées se tenant le 4 au matin avec distribution à l'ouverture des séances des rapports aux commissaires que ceux-ci avaient établis pendant le week-end.

La commission considère qu'en l'absence de nouveaux textes, les deux schémas peuvent être utilisés. Elle veille, en ce qui la concerne, à ce que les actionnaires soient clairement et complètement informés sur les raisons et les modalités des opérations.

.....

ANNEXE II

COMMISSION DES OPERATIONS DE BOURSE

Rapport au Président de la République.

Année 1972 (p. 185).

.....

Mais la commission a regretté que la réforme intervenue le 22 août ait été limitée à ces dispositions et que les pouvoirs publics n'aient pas retenu la proposition présentée depuis 1968, et renouvelée par une lettre en date du 24 décembre 1971, d'abroger le plancher minimum de 30 % des avoirs que les sociétés sont obligées de détenir en liquidités et en valeurs à revenu fixe libellées en francs. La commission pense en effet que cette limite est une restriction à la liberté des dirigeants des SICAV et par conséquent à la responsabilité qu'ils ont de gérer leur société dans les conditions les plus favorables aux intérêts de leurs actionnaires. Certes, à la création de ces institutions, cette règle pouvait se justifier (tout d'abord par la crainte que leur développement ne nuise au placement des emprunts obligataires, ensuite par celle de voir certains gestionnaires se lancer dans une recherche imprudente de plus-values qui, en cas d'échec, aurait compromis le renom de la formule). L'expérience qui s'étend maintenant sur une période de neuf ans montre que le marché des obligations n'a nullement souffert de l'expansion des SICAV ; certaines se sont d'ailleurs spécialisées en ces valeurs et les autres n'ont pas négligé d'y investir une part importante de leurs avoirs pour allier la recherche du rendement à celle de la plus-value en capital. En outre, il n'apparaît plus nécessaire d'enserrer les gestionnaires dans des règles exceptionnelles et contraignantes de prudence, vers laquelle la plupart sont naturellement portés. La commission considère que ces règles sont sans utilité pour les gestionnaires qui choisissent la voie moyenne combinant rendement et plus-value, qu'elles limitent la diversité des formules proposées aux souscripteurs, qu'elles constituent un désavantage pour les SICAV par rapport aux institutions étrangères semblables, notamment celles des pays du Marché commun, qui ne sont pas soumises à de telles limitations, enfin que leur abolition supprimerait une des raisons invoquées pour maintenir la prohibition dont les fonds communs de placement sont l'objet en France, sauf le cas particulier de l'intéressement.

.....