

SÉNAT

PREMIÈRE SESSION ORDINAIRE DE 1985-198

Annexe au procès-verbal de la séance du 23 octobre 1985.

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 aux valeurs mobilières.

Par M. André FOSSET,

Sénateur.

(1) Cette Commission est composée de : MM. Edouard Bonnefous, *président* ; Geoffroy de Montalembert, Jacques Descours Desacres, Tony Larue, Jean Cluzel, *vice-présidents* ; Modeste Legouez, Yves Durand, Louis Perrein, Camille Vallin, *secrétaires* ; Maurice Blin, *rapporteur général* ; MM. René Ballayer, Stéphane Bonduel, Jean Chamant, Pierre Croze, Gérard Delfau, Michel Dreyfus-Schmidt, Henri Duffaut, Marcel Fortier, André Fosset, Jean François-Poncet, Jean Francou, Pierre Gamboa, Henri Goetschy, Robert Guillaume, Fernand Lefort, Georges Lombard, Michel Manet, Jean-Pierre Masseret, Michel Maurice-Bokanowski, Josy Moinet, René Monory, Jacques Mossion, Bernard Pellarin, Jean-François Pintat, Christian Poncelet, Mlle Irma Rapuzzi, MM. Joseph Raybaud, Maurice Schumann, Henri Torre, André-Georges Voisin.

Voir les numéros :

Assemblée nationale (7^e législ.) : 2861, 2968 et in-8° 882.

Sénat : 17 (1985-1986).

Valeurs mobilières.

SOMMAIRE

	Pages
AVANT-PROPOS	3
I. — Le contexte économique du projet	4
A. — <i>L'évolution du taux d'épargne des ménages</i>	4
B. — <i>Le développement du marché financier et ses déséquilibres</i>	6
II. — Le contexte normatif du projet	9
A. — <i>Les réformes liées au fonctionnement du marché financier</i>	9
B. — <i>Les nouveaux produits d'épargne</i>	15
C. — <i>Les déséquilibres de la fiscalité de l'épargne</i>	20
EXAMEN EN COMMISSION	23
EXAMEN DES ARTICLES	25
1. Régime juridique des valeurs mobilières donnant droit à l'attribution d'une quote-part du capital social	25
2. Régime des augmentations de capital	29
3. Régime d'intervention d'une société sur ses propres titres	32
4. Régime des fonds communs de placement	33
5. Placements en biens divers	34
6. Extension des pouvoirs de la commission des Opérations de bourse	36

AVANT-PROPOS

MESDAMES, MESSIEURS,

Le projet de loi relatif aux valeurs mobilières, adopté sans modification notable par l'Assemblée nationale, se présente comme un ensemble disparate de mesures qui, cependant, concernent essentiellement le marché financier français ; ces mesures, qui n'apportent aucune innovation majeure, ont une portée principalement juridique, et intéressent donc avant tout votre commission des Lois saisie au fond de ce projet.

Toutefois, les dispositions proposées, par les répercussions qu'elles auront sur le fonctionnement du marché financier français, concernent également votre commission des Finances ; il était donc logique que celle-ci en connût.

A cet effet, votre Rapporteur présentera en premier lieu le contexte du projet de loi, tant économique que normatif, avant d'envisager les principales dispositions des articles du texte.

I. — LE CONTEXTE ÉCONOMIQUE

Le contexte économique du projet de loi relatif aux valeurs mobilières est caractérisé par deux traits principaux : la baisse inquiétante du taux d'épargne des ménages (A) paradoxalement accompagnée d'une progression globale notable du marché financier qui s'effectue, toutefois, dans des conditions déséquilibrées (B).

A. — La baisse du taux d'épargne des ménages.

Le taux d'épargne des ménages se définit comme étant la part de leur revenu disponible consacrée par les ménages à des emplois autres que la consommation de biens et de services. Les composantes de l'épargne des ménages sont les investissements immobiliers (et les remboursements de crédits destinés à l'achat de biens immeubles), les primes versées à des institutions gérant des systèmes d'assurance-vie, les placements en valeurs mobilières, les placements en épargne liquide (compte sur livrets et comptes à terme, gérés par les banques et les caisses d'épargne) et les dépôts à caractère monétaire (dépôts à vue, notamment).

1. *Evolution du taux d'épargne.*

La France connaissait traditionnellement un taux d'épargne important, oscillant, dans les années 1970, entre 16,5 % et 18,6 % du revenu disponible des ménages. Ce taux a fortement chuté en 1981 et enregistre depuis cette date une continuelle régression :

(En pourcentage.)

Année	Taux d'épargne des ménages (en pourcentage du revenu disponible brut)
1974/1980 (moyenne)	16,9
1981	15,8
1982	15,7
1983	14,4
1984	13,7
1985 (estimations)	13,4
1986 (prévisions)	13,1

(1) Source : Comptes économiques de la nation, rapport économique et financier annexé au projet de loi de finances pour 1986.

2. Evolution du taux d'épargne financière.

Cette diminution globale du taux d'épargne global des ménages ne s'est pas traduite par une diminution proportionnelle du taux d'épargne financière :

(En pourcentage.)

Année	Taux d'épargne financière des ménages (en pourcentage du revenu disponible brut)
1974/1980 (moyenne)	5,5
1981	5,8
1982	6,1
1983	5,4
1984	5,1
1985 (estimations)	5,3
1986 (prévisions)	4,8

(1) Rapport sur les comptes économiques de la nation ; rapport économique et financier annexé au projet de loi de finances pour 1986.

Toutefois, une baisse pourrait être enregistrée à compter de 1986, selon les prévisions du rapport économique et financier annexé au projet de loi de finances pour 1986.

Le taux d'épargne financière étant le quotient de la capacité de financement des ménages et de leur revenu disponible brut, cette stabilité du taux d'épargne financière est la résultante de la chute des investissements en logement des ménages.

Au sein de l'épargne financière, un mouvement s'est par ailleurs produit : le transfert massif des placements en épargne liquide vers les placements en valeurs mobilières et en produits de type assurance-épargne :

STRUCTURE DES PLACEMENTS DE L'ÉPARGNE
(Répartition en pourcentage du flux annuel.)

	1974	1981	1982	1983	1984
Epargne immobilière	44,8	39,3	36,8	36,2	36,4
Assurance-vie	4,8	7,3	8,1	9,1	10,6
Valeurs mobilières	0,2	14,1	12,7	18,3	18,6
Epargne liquide	55,4	25,6	29,4	28,7	23,2
Epargne monétaire	14,8	13,7	13	7,7	11,2

Cette faveur croissante pour les placements en valeur mobilière explique le développement récent du marché financier.

B. — Le développement du marché financier s'effectue dans des conditions déséquilibrées.

1. Le développement global du marché.

A la suite de la loi du 13 juillet 1978, dite « Loi Monory », le marché financier a connu un développement important ; la part des émissions nettes de valeurs mobilières par rapport au produit intérieur brut est passée de 2,5 % en 1976 à 4,1 % en 1980, 4,9 % en 1984 et 5,7 % en 1985. Le montant des émissions nettes de valeurs mobilières s'est élevé à 247 milliards de francs en 1984.

La capitalisation boursière, par ailleurs, atteint 395 milliards de francs pour les actions à la fin de 1984 (contre 248 milliards en 1980) et 1.220 milliards pour les obligations (contre 570 milliards en 1980).

Ce développement du marché financier s'explique par différents facteurs : la faiblesse du franc qui a attiré les investisseurs étrangers, la pénalisation de l'épargne liquide, la forte progression des taux d'intérêt en 1981, 1982, et 1983 et l'instauration de la devise-titre qui a entravé les investissements financiers français à l'étranger.

Mais ce développement s'effectue dans des conditions déséquilibrées.

2. Un développement déséquilibré.

Quoique en rapide expansion, le marché financier français est profondément déséquilibré ; ce déséquilibre est double : d'une part, les émissions d'actions restent très marginales, comparées aux émissions d'obligations et d'autre part, la part des émetteurs publics est en progression constante.

a) Les émissions d'actions restent marginales.

Si le marché secondaire a été fortement stimulé ces dernières années, les émissions d'actions sur le marché primaire sont restées faibles.

Le montant total des émissions d'actions a été de 48 milliards de francs en 1984 ; sur ce montant total, 9,8 milliards de francs seulement ont été collectés par appel public à l'épargne, ce chiffre incluant d'ailleurs les émissions de certificats d'investissement effectuées par les entreprises nationales.

La part globale des actions et certificats d'investissement s'est donc encore amenuisée par rapport à l'ensemble des émissions de valeurs mobilières (16,2 % en 1984 contre 17,9 % en 1983).

L'apparition des titres participatifs réservés, pour l'essentiel, au secteur public a contribué à cette régression (émissions de titres participatifs : 2,6 % du montant total des émissions en 1984).

A contrario, le marché obligataire, avec 191 milliards de francs d'émissions nettes, a continué sa forte progression (+ 25 % par rapport à 1983) ; la part prépondérante qu'y prennent les émetteurs publics mérite d'être notée.

b) La part prépondérante du secteur public.

RÉPARTITION DES ÉMETTEURS OBLIGATAIRES

(En pourcentage.)

Emetteurs	1979	1983	1984
Etat	22,9	26,3	35,10
Services publics (E.D.F., P.T.T...)	27,0	21,0	15,40
Collectivités locales	8,1	7,1	4,30
Institutions financières (Crédit national, C.E.P.M.E., C.A.E.C.L...) et banques	37,7	41,6	41,20
Secteur privé (émissions directes)	4,1	4,0	4,00

La part de l'Etat s'accroît fortement, tandis que celle des principales entreprises publiques du secteur non concurrentiel diminue nettement. Si la part globale des émetteurs publics semble se réduire, il faut toutefois observer que la presque totalité des institutions financières sont dorénavant dans la mouvance de l'Etat et constituent des bailleurs de fonds privilégiés des entreprises publiques (prêts participatifs, notamment).

Ces entreprises publiques du secteur concurrentiel sont d'ailleurs parmi les principaux bénéficiaires des émissions d'obligations réalisées par le « secteur privé » ; si la part des émissions dont bénéficie celui-ci, directement ou par intermédiation financière est passée de 15,7 % en 1979 à 16,5 % en 1984, il convient d'observer que ce secteur, d'authentiquement privé, est devenu largement public...

*
**

Les innovations réalisées dans le fonctionnement du marché financier bénéficient donc très largement à l'Etat et à sa mouvance, de même que les nouvelles catégories de titres récemment créées, qui caractérisent le contexte normatif du projet.

II. — LE CONTEXTE NORMATIF

Le contexte normatif du projet de loi a été marqué par d'importantes réformes ; les unes ont trait au fonctionnement du marché financier, et ne peuvent que recueillir l'agrément de votre commission des Finances ; les autres procèdent de la création de nouvelles valeurs mobilières et il convient, à ce propos, d'observer que le foisonnement d'initiatives législatives récemment constaté en ce domaine a surtout eu pour but d'abonder en fonds propres le secteur public ; la persistance d'une fiscalité globalement défavorable, en dépit de certains progrès, aux actionnaires par rapport aux titulaires d'autres produits d'épargne vient d'ailleurs renforcer cette prépondérance du secteur public sur le marché financier.

A. — La réforme du fonctionnement du marché financier.

Deux types de mesures ont contribué à modifier les caractéristiques du marché financier : les unes ont réformé « l'environnement » de ce marché et tendent à l'intégrer dans un système financier plus vaste, caractérisé par l'intercommunication des différents marchés de l'argent ; les autres ont porté sur le fonctionnement du marché financier lui-même.

1. *L'environnement du marché financier.*

Traditionnellement, les différents marchés de l'argent étaient présentés en France comme cloisonnés. Le financement de l'économie française reposait, par ailleurs, principalement sur le système bancaire. Collectant de l'épargne liquide, ce dernier assurait, par le jeu de la transformation et de la création monétaire, le financement des entreprises et des ménages. Les différents réseaux bancaires étaient d'autre part spécialisés, la concurrence entre eux étant de plus figée par le jeu de mécanismes, régulant, par des mesures de type quantitatif, la création monétaire (encadrement du crédit).

Certaines modifications sont intervenues ces dernières années, ou sont encore en gestation. Les unes ont visé, dans une certaine mesure, à pénaliser l'épargne liquide ; les autres à supprimer les privilèges de certaines banques et à améliorer la situation de concurrence entre les institutions de crédit ; la création de liaisons entre les différents marchés de l'argent, enfin, est à l'étude.

a) La pénalisation de l'épargne liquide.

Cette pénalisation est principalement intervenue en septembre 1981, avec une décision du Conseil national du crédit plafonnant la rémunération des dépôts à terme et avec les lois de finances pour 1983 et 1984, qui ont progressivement porté à 45 % et 50 % le prélèvement libératoire sur les produits des placements liquides.

Toutefois, certaines mesures contradictoires avec cette politique de pénalisation de l'épargne liquide ont également été prises, notamment la création du Codevi. Présenté comme un moyen pour mettre l'épargne liquide du public au service du financement de l'industrie, les sommes collectées au titre des Codevi ont également servi, dans une large mesure, à financer le déficit budgétaire, les banques et la caisse des dépôts ayant mis à profit les dépôts des Codevi pour souscrire des bons du Trésor en comptes courants.

Il convient, par ailleurs, d'observer que cette pénalisation de l'épargne liquide a eu pour conséquence un développement presque exponentiel des placements des ménages et des entreprises auprès des organismes de gestion collective de l'épargne que sont les SICAV et les fonds communs de placements. Certains de ces organismes ont en effet adopté des modalités de rachats de leurs parts ou actions qui assurent une totale liquidité à l'épargne : il s'agit des SICAV et des fonds communs de trésorerie, dont les parts ont la même valeur à l'achat et à la vente ; ces organismes assurent donc une véritable fonction de transformation de l'épargne liquide en placements à durée longue (obligations, notamment), dont l'Etat et le secteur public sont les principaux émetteurs.

b) La concurrence interbancaire.

Amorcée à la fin des années soixante-dix, avec la suppression progressive des privilèges du Crédit Agricole, en matière fiscale notamment, une certaine banalisation des différents réseaux financiers est progressivement réalisée, comme en témoigne la diminution actuelle des prêts bonifiés. Toutefois, en ce domaine, tout est loin d'avoir encore été réalisé, comme en témoignent les développements du rapport 1985 de la Cour des comptes consacrés aux conséquences, pour le crédit à l'équipement des petites et moyennes entreprises, de l'obligation de gérer de multiples formes de prêts bonifiés.

La principale mesure visant à promouvoir une meilleure concurrence entre les banques a été prise en novembre 1984, avec la suppression de l'encadrement du crédit ; ce système, qui reposait sur un contrôle quantitatif de l'évolution de la masse de crédits que chaque banque était susceptible de distribuer — et qui figeait en réalité les positions des banques, en les dissuadant de mener une concurrence active sur les taux — a été remplacé par un mécanisme reposant sur la rénovation de l'obligation, pour les banques, de constituer des réserves. Ce nouveau mécanisme, qui débouche sur une régulation par les taux et non plus les quantités, n'entrera toutefois que progressivement en vigueur.

c) L'ouverture du marché monétaire.

Le marché monétaire est, en France, traditionnellement réservé aux institutions de crédits et à certains organismes, telles les caisses de retraite, baptisées « ENBAMM » (entreprises non bancaires admises au marché monétaire). Les intervenants sur le marché monétaire s'y échangent leurs liquidités — c'est-à-dire leurs disponibilités auprès de la Banque de France — ou se refinancent auprès de celle-ci.

Ce schéma a connu une première modification avec la création en mars 1985 des **certificats de dépôts**. Ces certificats sont émis par les banques, pour une durée de six mois à deux ans, et peuvent être souscrits par les entreprises, voire les particuliers. Les porteurs peuvent librement négocier leurs certificats sur un marché secondaire, dont l'animation sera confiée aux banques elles-mêmes (les certificats de dépôts sont juridiquement des billets à ordre, c'est-à-dire des titres à court terme — des effets de commerce — constatant la créance dont dispose leur porteur à l'égard de la banque émettrice).

Le système des certificats de dépôts ne constitue toutefois pas une vraie révolution puisque les banques restent les gestionnaires de ces certificats ; par ailleurs, leur montant minimum est pour l'instant de 10 millions de francs, ce qui limite aux grandes entreprises les souscripteurs potentiels ; plus de 20 milliards de francs de certificats de dépôts auraient néanmoins déjà été émis. La baisse spectaculaire enregistrée en décembre 1984 par le marché obligataire en raison de l'annonce de la création de ces certificats démontre, en outre, la part peut-être excessive prise par les SICAV et les fonds communs de trésorerie sur ce marché ; les certificats de dépôts étant appelés à permettre aux entreprises de placer sur le marché monétaire leurs excédents de trésorerie, l'annonce de leur création a conduit certaines entreprises disposant de parts de F.C.P. ou d'actions de SICAV à en demander le remboursement, dans la mesure où elles anticipaient une baisse du taux sur le marché obligataire. Ce phénomène observé en décembre 1984 démontre que la création des

certificats de dépôts constitue l'amorce d'une liaison entre le marché monétaire et le marché obligataire, dont les taux pourraient être désormais plus étroitement connectés.

Le projet, actuellement en gestation, de création du « **papier commercial** » va dans le même sens ; ce projet vise à mettre en place un système de crédit inter-entreprises qui ne repose plus seulement, comme c'est le cas actuellement, sur les transactions commerciales. Aujourd'hui, en effet, les entreprises qui fournissent consentent des délais de paiement aux entreprises qui achètent ; la créance de ces entreprises qui fournissent est matérialisée par un effet de commerce, qui est, le cas échéant, porté à l'escompte auprès d'une banque. Ce système débouche donc fréquemment sur la création monétaire et ne permet pas nécessairement aux entreprises disposant d'une trésorerie importante de financer celles qui ont des besoins en la matière.

Le projet d'introduction du papier commercial vise à permettre aux entreprises ayant des besoins de trésorerie d'émettre des titres d'une durée maximale de six mois, qui pourraient être souscrits par les banques, par d'autres entreprises et même par les particuliers. Les banques constitueraient toutefois des intermédiaires obligatoires, dans la mesure où elles se verraient reconnaître un rôle de courtier, les entreprises ne pouvant directement souscrire au papier commercial émis par d'autres.

Les banques ont manifesté d'importantes réticences face à ce projet, qui tend à faire d'elles des prestataires de service plutôt que des distributrices de crédit.

Si le projet de création du papier commercial est mené à son terme, le financement de l'économie française tendra à être, de plus en plus, assuré par des moyens non bancaires ; conjugué au système des certificats de dépôts, l'introduction du papier commercial permettra une meilleure communication entre les différents marchés de l'argent, et notamment entre le marché du court terme (marché monétaire) et celui du long terme (marché obligataire). Face à de telles modifications, la régulation des moyens de financement ne pourra plus guère s'opérer par les moyens classiques du contrôle quantitatif de la masse monétaire ; c'est donc une régulation par les taux qui devra être utilisée, ce qui constitue assurément un facteur de liberté pour les agents économiques, mais n'est pas sans risque (la suppression de l'intermédiaire bancaire peut se traduire par des variations de la vitesse de circulation de la monnaie bien plus importantes).

2. La réforme du marché financier.

Le marché financier est le marché sur lequel sont émises (marché primaire) et échangées (marché secondaire) les valeurs mobilières.

Ce marché a connu récemment d'importantes innovations ; les unes sont la conséquence de l'achèvement du processus de dématérialisation des valeurs mobilières, les autres résultent de modifications dans le fonctionnement même du marché.

a) Les conséquences de la dématérialisation.

— **La dématérialisation** des valeurs mobilières est l'opération consistant à transformer en inscriptions dans des comptes titres gérés par des établissements agréés les valeurs mobilières ; les établissements agréés gestionnaires bénéficient des services d'un organisme de compensation, la S.I.C.O.V.A.M. (Société interprofessionnelle pour la compensation des valeurs mobilières). Ainsi, les manipulations de titres émis sous forme de support papier ont désormais disparu ; les comptes titres sont gérés informatiquement, et les virements s'effectuent par des procédés télématiques. Des conséquences importantes viennent d'être tirées des facilités occasionnées aux banques par la dématérialisation, à la suite, notamment, du rapport d'un groupe de travail sur le coût de l'intermédiation financière, présidé par M. Bernard Tricot.

— **Le rapport sur le coût de l'intermédiation financière** préconisait une modification des conditions de tarification des prestations d'intermédiation financière qui, selon ses auteurs, devraient être établies dans le cadre d'une plus grande concurrence.

Certes, le coût global de l'intermédiation financière (coût des introductions en bourse, des augmentations de capital, de la gestion des émissions d'emprunts obligataires, des transactions sur valeurs mobilières...) n'est pas, en France, plus élevée qu'à Londres et à Tokyo (coût global d'environ 8,6 milliards de francs en 1983 ; pour les émissions d'actions, environ 3 % du montant des titres ; pour les émissions d'obligations, 1,48 % de ce montant ; pour les transactions : 1,24 % pour les obligations et 4,8 % pour les actions). Certes, par ailleurs, l'intermédiation financière est actuellement une activité globalement déficitaire.

Mais l'objectif fixé à terme est de parvenir à un coût global moindre, en raison des avantages tirés de la dématérialisation ; dans l'immédiat, les mesures suivantes ont été prises :

— affirmation, sur le marché obligataire, de la liberté de choix du chef de file des émissions et des banques constitutives du syndicat d'émission ; il s'agit là de modifier des comportements quelque peu figés plutôt que d'agir par la voix normative ;

— réforme, par accord de la place, des commissions d'émission dont le taux devrait baisser ;

— abaisser le délai de remise des fonds aux émetteurs en cas d'appel public à l'épargne, ce que tend à réaliser le projet de loi relatif aux valeurs mobilières.

Par ailleurs, le rapport a également préconisé, afin d'assurer une meilleure liquidité au marché, de permettre aux agents de change de se porter contrepartie sur le marché financier ; cette mesure a d'ores et déjà été prise par la loi du 11 juillet 1985 portant D.D.O.E.F. (art. 10).

b) Les modifications de fonctionnement du marché.

— **Le second marché** a été créé en septembre 1982, sur décision de la Compagnie des agents de change et de la Commission des opérations de bourse. La principale spécificité de ce marché est que 10 % seulement des titres des sociétés qui y sont cotées doivent être diffusés dans le public, contre 25 % pour les sociétés admises à la cote officielle. Par ailleurs, les sociétés introduites au second marché doivent, dans un délai de trois ans, satisfaire aux mêmes obligations comptables que les sociétés admises à la cote officielle ; passé ce délai, elles peuvent soit y demander leur admission, soit demeurer sur le second marché.

Le second marché a connu un succès certain ; 75 valeurs y étaient cotées à la fin de 1984 ; pour une capitalisation de 22 milliards de francs.

Toutefois, ce succès d'ensemble n'a pas empêché d'importantes difficultés lors des introductions liées à l'excès des demandes de souscriptions. Le second marché a donc revêtu un aspect parfois exagérément spéculatif ; la liquidité est néanmoins, selon le rapport 1984 de la C.O.B., satisfaisante.

— **La fusion du marché au comptant et du marché à terme** pour les valeurs les plus importantes a supprimé la dualité de cotation qui existait auparavant ; cette fusion a été réalisée le 24 octobre 1983 et a débouché sur la création du marché à règlement mensuel terminal.

— **Le marché à terme d'instruments financiers** a été créé par la loi du 11 juillet 1985 portant D.D.O.E.F. Ce marché, dont le fonctionnement devrait débuter en novembre 1985, sera géré par un conseil du marché à terme et une chambre de compensation, dotée d'un statut d'établissement de crédit, dont le rôle sera d'assurer la bonne fin des opérations. Ce marché permettra, selon des modalités complexes, de céder à terme des titres de créances afin de se prémunir contre les variations de taux d'intérêt.

Une dernière réforme est enfin envisagée : il s'agit de l'instauration d'un **marché continu** qui permettra de mieux satisfaire la clientèle étrangère, notamment.

Toutes ces modifications, qui permettront de faire face à la concurrence étrangère, ne pourront être globalement profitables que si la part des émissions publiques diminue ; or les récentes réformes législatives, qui ont débouché sur la création de nouveaux titres, ont surtout visé à permettre d'abonder le secteur public.

B. — Les nouveaux produits d'épargne.

1. *L'effacement de la distinction actions-obligations.*

Les « valeurs mobilières » sont des titres négociables ; un titre est juridiquement, le support (généralement écrit) d'un droit ; une action par exemple, est un titre matérialisant un droit d'associé ; une obligation est un titre constatant un droit de prêteur à long terme. **Les valeurs mobilières sont des titres présentant une spécificité : la négociabilité.** Les droits dont disposent les individus ne sont transmissibles, en principe, que moyennant des formalités particulières. Les titres négociables sont, en revanche, transmissibles par des procédures simplifiées. Ces procédures, s'agissant de valeurs mobilières, sont au nombre de trois : la « tradition » (c'est-à-dire la remise de la main à la main), le transfert (c'est-à-dire le changement du nom du titulaire du droit sur un registre tenu par l'établissement émetteur), le virement (c'est-à-dire lorsque les titres sont dématérialisés, le passage des valeurs d'un compte à un autre).

Une définition synthétique de la notion de valeurs mobilières pourrait donc être : **titre négociable permettant, par la création de droits à l'encontre des personnes émettrices, d'assurer le financement de celles-ci.** Ces personnes émettrices sont en principe désignées par la loi : nul ne peut en effet émettre de valeurs mobilières sans y avoir été autorisé (les personnes autorisées sont aujourd'hui l'Etat, la plupart des autres collectivités publiques, les sociétés par actions et depuis la loi du 11 juillet 1985 les associations ayant une activité économique). **Cette limitation des émetteurs s'explique par le souci du législateur de protéger l'épargne du public :** étant négociables, les valeurs mobilières ont vocation à circuler ; de ce fait, leurs souscripteurs éventuels doivent pouvoir bénéficier de garanties sans être nécessairement bien informés sur la situation financière de l'émetteur.

La négociabilité des valeurs mobilières explique également l'existence de marchés destinés à confronter les offres et les demandes de valeurs ; ces marchés permettent aux porteurs de valeurs d'utiliser pleinement les facilités de transmission de celles-ci pour, éventuellement, mobiliser leur épargne investie en valeur mobilière.

Ces marchés sont généralement baptisés « marchés financiers ». Ce terme recouvre en réalité deux marchés distincts (mais qui entretiennent d'étroites relations) : le marché primaire (marché sur lequel sont placés les titres lors de leurs émissions) et le marché secondaire (marché sur lequel sont négociés des titres déjà émis).

Il convient de noter que toutes les transactions sur valeurs mobilières ne s'effectuent pas sur le marché financier ; les sociétés par actions, par exemple, dans leur écrasante majorité n'introduisent pas les actions qui matérialisent leur capital social sur le marché financier. Donc, si seules des valeurs mobilières font l'objet de transactions sur le marché financier, toutes les valeurs mobilières ne s'échangent pas sur ce marché.

Dans ce cadre général, deux catégories de valeurs mobilières étaient traditionnellement distinguées : les actions, qui matérialisent un droit d'associé, et les obligations, qui représentent un droit de créance à long terme.

Ces deux types de valeurs sont, en principe, très différents ; **l'action est représentative d'une quotité du capital social et est donc soumise à l'aléa social ;** son titulaire assume le risque de voir son titre se déprécier si la société connaît des difficultés financières et de n'être rémunéré qu'en fonction des résultats de l'émetteur ; en échange de cette prise de risque, l'actionnaire a la possibilité de participer à l'exercice du pouvoir dans la société.

L'obligation, en revanche, est productive d'un intérêt fixe ou indexé sur une variable autre que le résultat ; son titulaire est un créancier de l'émetteur et est étranger à la vie de celui-ci.

Cette « summa divisio » classique se révèle aujourd'hui insuffisante, pour trois motifs :

— En premier lieu, **la distinction action-obligation tend parfois à s'estomper, pour les trois raisons suivantes :**

- les détenteurs d'actions, les petits porteurs surtout, ne participent que rarement aux assemblées générales d'actionnaires ; leur comportement se rapproche donc de celui adopté par les obligataires, même si leur placement obéit, en principe, à des motifs de spéculations plutôt que de rendement ;

- certaines obligations présentent des caractéristiques voisines de celles des actions : obligations « participantes », dont la rémunération est, en partie, assise sur un indice proche du bénéfice, et, surtout, obligations « subordonnées », c'est-à-dire remboursables à la seule initiative de l'émetteur ; ces obligations subordonnées constituent des créances de dernier rang et leur titulaire supporte donc, dans une certaine mesure, l'aléa social ;

- la loi du 13 juillet 1978 relative à l'orientation de l'épargne vers le financement des investissements dite « loi Maunory » a créé un nouveau type d'actions, **l'action à dividende prioritaire sans droit de vote**. Le souscripteur de ce type d'actions bénéficie d'un dividende payé par priorité, qui ne peut, par ailleurs, être inférieur à 7,5 % de la valeur nominale du titre. En contrepartie de cette priorité dans l'exercice des droits pécuniaires attachés à l'action, il ne peut influencer sur la gestion de la société. La création des actions à dividende prioritaire sans droit de vote peut notamment permettre à une société d'augmenter son capital social sans bouleverser les rapports de force entre les groupes d'actionnaires de la société. Certaines conditions (assouplies par la loi du 3 janvier 1983 sur la protection de l'épargne) sont requises pour l'émission de telles actions : les deux derniers exercices doivent avoir été bénéficiaires et les actions ainsi émises ne doivent pas représenter plus d'un quart du capital social.

— En second lieu, **diverses « passerelles » ont été créées**, soit par la loi, soit par la pratique, **entre l'action et l'obligation**. Ces liaisons entre les deux catégories de titres sont de deux ordres différents :

- la loi prévoit tout d'abord la possibilité d'émettre des obligations échangeables contre des actions et des obligations convertibles en actions. **Les obligations échangeables** (créées par la loi du 24 juillet 1966) peuvent être, à tout moment, jusqu'à leur terme échangées contre des actions, sur la base d'un cours de conversion déterminé. Les actions destinées à être échangées doivent préexister à l'émission des obligations échangeables ou être créées au même moment par augmentation du capital social. **Les obligations convertibles** (créées par la loi du 24 juillet 1966) se différencient des obligations échangeables sur ce dernier point ; c'est, en l'occurrence, l'opération même de conversion qui va donner naissance aux actions émises à cette occasion par la société émettrice et entraîner l'augmentation corrélative du capital. La conversion est effectuée soit pendant une période d'option, soit à tout moment, au seul gré du porteur ;

- la loi du 3 janvier 1983 relative à la protection de l'épargne a, par ailleurs, introduit les **obligations à bon de souscription d'actions**. Le bon de souscription, qui est attaché à l'obligation (et peut-être négocié indépendamment de celle-ci) permet à son porteur de souscrire, selon des modalités définies par le contrat d'émission, a des

actions dont l'émission interviendra au moment de la demande de souscription. Simultanément à la décision d'émettre des obligations, l'assemblée générale extraordinaire doit décider de l'augmentation de capital correspondante, qui sera réalisée au fur et à mesure des souscriptions ;

- une disposition particulière de la loi permet, en outre, à une filiale d'émettre des obligations à bons de souscription d'actions de la société mère.

Les obligations à bons de souscription d'actions présentent pour leur titulaire l'intérêt de leur permettre de souscrire éventuellement dans le futur à des actions à un prix avantageux si la valeur de celles-ci s'accroît puisque le prix de souscription est fixé dès l'origine ; en contrepartie, la société émettrice peut également y trouver avantage, le taux d'intérêt des obligations pouvant être très inférieur à celui des obligations ordinaires émises à la même époque sur le marché.

— En troisième lieu, **de nouveaux types de valeurs mobilières intermédiaires entre l'action et l'obligation ont été créés par la loi :**

- les **certificats d'investissement** ont été institués par la loi du 3 janvier 1983 sur le développement de l'épargne ; ils reposent sur un démembrement des actions ; ils en représentent, en effet, les droits pécuniaires, tandis que sont parallèlement créés autant de certificats de droit de vote représentatifs des autres droits qui sont attachés à celles-ci. Les certificats ne doivent pas représenter plus du quart du capital social. En réalité, les certificats d'investissement sont assez peu différents des actions à dividende prioritaire sans droit de vote ; à la différence de celles-ci, toutefois, ils sont compatibles avec le principe de la nationalisation ; c'est pourquoi, les principaux émetteurs ont été des sociétés nationalisées, ce qui matérialise le retour en force des principes du capitalisme dans les techniques de financement utilisées par celles-ci ;

- les **titres participatifs** également institués par la loi du 3 janvier 1983, ne peuvent être émis que par les sociétés du secteur public et les sociétés anonymes coopératives et, depuis la loi du 11 juillet 1985 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier, par les établissements publics à caractère industriel et commercial ; les titres participatifs, malgré des différences importantes, se rapprochent des obligations, dont ils ont le régime fiscal avantageux ; il s'agit de créances, de dernier rang, mais dont la rémunération est en partie variable en fonction d'un indice propre (le bénéfice notamment) de l'émetteur. L'assiette de cette partie variable ne peut être supérieure à 40 % du nominal du titre. Ce dispositif, fiscalement très favorable, vise en réalité à permettre aux sociétés nationales de drainer l'épargne longue du public, sans remettre en cause le principe de la détention par l'Etat de l'intégralité du pouvoir dans ces sociétés.

(2. *Les nouveaux produits d'épargne,
instruments privilégiés de financement du secteur public.*

De par la loi (titres participatifs) ou en raison de la pratique (certificats d'investissement), les nouveaux produits d'épargne ont essentiellement servi à abonder les sociétés nationalisées.

• **Cinq émissions de titres participatifs ont eu lieu en 1983**, pour un montant global de 4,1 milliards de francs ; ces émissions ont toutes été effectuées par des sociétés industrielles du secteur public concurrentiel, avec des modalités variables (la partie fixe de la rémunération étant généralement fonction du taux moyen du marché obligataire, la partie variable fonction du chiffre d'affaires de la marge brute d'exploitation, voire du bénéfice consolidé du groupe) ; **en 1984, treize émissions ont été effectuées**, pour un produit global de 7,8 milliards de francs ; ces émissions ont été effectuées par des banques nationalisées (dix), par des sociétés coopératives (deux) et par une société industrielle publique ; les modalités de rémunération les plus diverses ont été adoptées pour la partie variable (évolution de la valeur ajoutée, du taux de rentabilité des fonds propres, etc.) ; **de nouvelles émissions ont été réalisées en 1985**, dont deux par un établissement public (Gaz de France) et une (à hauteur de 2,5 milliards de francs) par une banque coopérative, le Crédit agricole.

• **Les émissions de certificats d'investissement** ont toutes été le fait de sociétés nationales : une émission a été effectuée en 1983 (agence Havas : 36,5 millions de francs), une en 1984 (Société Générale : 600 millions de francs), trois en 1985 (Péchiney : 800 millions de francs, Indosuez : 580 millions de francs, Rhône-Poulenc : 1 milliard de francs).

Par ailleurs, deux émissions de titres convertibles en certificats d'investissement ont été effectuées en 1985 :

— Paribas : émission de 950 millions de francs d'O.R.C.I.P. (obligations remboursables en certificats d'investissement) ;

— Société Générale : émission de deux milliards de francs de T.S.D.I. (titres subordonnés à durée indéterminée) à bon de souscription de certificats d'investissement.

• **Les titres subordonnés à durée indéterminée**, outre l'émission de titres convertibles en certificats d'investissement lancée par la Société Générale, ont été émis par trois banques nationalisées :

— C.C.F. : 600 millions de francs (juillet 1985),

— B.N.P. : 2 milliards de francs (septembre 1985),

— Crédit Lyonnais : 1,5 milliard de francs (octobre 1985).

• **Les obligations à bon de souscription d'actions** ont, en revanche, servi à la fois aux sociétés nationales et au secteur privé ; à l'heure actuelle, 46 bons de souscription d'actions sont cotés à la Bourse de Paris ; les sociétés nationales (Thomson-C.S.F., Société Générale) y sont représentées, de même que de nombreuses sociétés privées.

Votre Rapporteur souhaite, à ce propos, retracer brièvement un montage financier dont l'ingéniosité démontre combien certains dirigeants d'entreprises publiques sont passés maîtres dans les techniques de l'ingénierie financière.

En 1984, Thomson S.A., société dont le capital est intégralement détenu par l'Etat, a réalisé une émission de 954.000 obligations à bons de souscription d'actions d'une de ses filiales (à 51 %), Thomson C.S.F. ; à chaque obligation étaient attachés deux bons de souscription d'actions Thomson C.S.F. ; ces actions Thomson C.S.F. devaient, par ailleurs, être créées par conversion en actions d'obligations Thomson C.S.F., dont l'émission était exclusivement réservée à la S.O.P.I.M.E.L., elle-même filiale de Thomson S.A.

Ce montage révèle le retour en force du marché financier dans le financement des entreprises publiques ; il révèle, en outre, que celles-ci n'hésitent pas à interpréter la loi avec audace, puisque la loi du 3 janvier 1983 permet uniquement l'émission par une filiale d'obligations à bons de souscription d'actions de sa société mère et non le contraire.

Ainsi, le foisonnement d'initiatives récemment constaté sur le marché financier a surtout servi à abonder les sociétés nationales. L'Etat, en émettant de nouveaux produits, a également utilisé les astuces de l'ingénierie financière pour financer son déficit ; les obligations renouvelables du Trésor doivent être particulièrement remarquées ; ces obligations sont échangeables au bout de trois ans contre de nouvelles obligations et les intérêts sont payables à l'échéance ; il s'agit donc d'une technique astucieuse pour reporter la charge de la dette sur des budgets ultérieurs ; 30 milliards de francs d'obligations renouvelables du Trésor ont été émis en 1984.

Cette prépondérance de l'Etat et du secteur public sur le marché obligataire, voire sur le marché des actions à travers les certificats d'investissement, s'explique en partie par une fiscalité déséquilibrée.

C. — Une fiscalité déséquilibrée.

Le régime fiscal des différents produits financiers est aujourd'hui déséquilibré ; outre le régime favorable des différents produits d'épargne liquide (épargne logement, dépôts sur les CODEVI et les livrets A)

— qui n'est d'ailleurs pas dénué de justification — ce déséquilibre provient essentiellement du traitement favorable des obligations par rapport aux actions.

Ce régime fiscal favorable découle des éléments suivants :

— prélèvement libératoire au taux de 26 %, au lieu de l'imposition sur le revenu de droit commun pour les dividendes ; ceux-ci supportent, par ailleurs, 50 % du poids de l'impôt sur les sociétés, puisque l'avoir fiscal, qui vise à en éliminer les incidences, n'est pas un avoir fiscal à 100 % comme c'est le cas en Allemagne fédérale ;

— abattement sur les intérêts de 5.000 F (au lieu de 3.000 F pour les actions) ;

— régime fiscal favorable des SICAV de trésorerie (qui investissent essentiellement en obligations) : ces SICAV comptabilisent le produit du coupon dans la valeur du titre ; ce titre peut être cédé juste avant le détachement du coupon par son titulaire ; la situation fiscale de celui-ci est alors la suivante :

- soit il cède plus de 251.000 F de valeurs mobilières dans l'année, et il est imposé sur le produit de la plus-value de son action de SICAV au taux de 16 %,

- soit il cède un montant inférieur et est donc exonéré de tout impôt,

- régime fiscal avantageux des revenus de titres participatifs qui, quoique permettant à leurs titulaires de disposer parfois d'une rémunération indexée sur le bénéfice, sont assimilés à des obligations fiscalement (prélèvement libératoire, abattement de 5.000 F).

Certes, le compte d'épargne en actions, instauré en 1983, permet à son titulaire de bénéficier d'une réduction d'impôt, plafonnée à 1.750 F par an. Par ailleurs, les diverses dispositions favorables au capital risque (exonération d'impôt pour les revenus des sommes investies dans les fonds communs de placement à risque et les sociétés d'innovations) avantagent également, de manière indirecte, les souscriptions d'actions.

Mais ces dispositions bénéfiques dans leur principe sont parfois compliquées à l'excès ou insuffisantes.

Par ailleurs, certaines dispositions archaïques de notre droit fiscal pénalisent, indirectement, les actionnaires :

— l'absence de prise en compte fiscale du bénéfice consolidé pénalise les actionnaires d'une société bénéficiaire qui doit, par ailleurs, faire face aux pertes de ses filiales ;

— la doctrine administrative, qui assimile à une cession d'entreprise les cessions de participations importantes lorsqu'elles sont suivies d'une modification de l'activité de la société entrave la mobilité

du capital en raison de ses conséquences fiscales catastrophiques (imposition des plus-values latentes, prélèvement important au titre des droits d'enregistrement) ;

— même en cas de reprise d'entreprise en difficulté, la loi du 9 juillet 1984 relative au développement de l'initiative économique n'autorise les transferts de déficit de la société reprise vers la société repreneuse que moyennant un montage complexe, soumis à agrément administratif, qui ne peut s'appliquer en cas de simple acquisition de la majorité du capital social.



Ainsi, le projet de loi relatif aux valeurs mobilières s'inscrit dans un contexte normatif et fiscal favorisant les émissions obligataires ou les produits d'épargne hybrides destinés aux sociétés nationalisées.

Certes, des mesures allant dans le bon sens ont, dernièrement, été prises ; le fonctionnement du marché financier français en sera facilité et modernisé.

Le projet de loi relatif aux valeurs mobilières s'inscrit dans le cadre de ce mouvement de réforme ; son apport est, schématiquement, le suivant :

- définir des règles applicables aux valeurs donnant droit à l'attribution d'une quote-part du capital social, qui sont les suivantes : préservation de droit préférentiel de souscription des actionnaires, possibilité d'émettre des bons de souscription indépendamment de toute autre émission, interdiction d'émettre des produits pouvant se traduire par la transformation de droits d'associé en droits de créance.

Ces règles nouvelles vont dans le bon sens ; leur but, qui est de fixer un cadre général dans lequel pourra s'épanouir l'imagination financière doit être approuvé ;

- faciliter et réduire le coût, par des aménagements très techniques, des augmentations de capital ;
- permettre le démarchage aux fonds communs de placement qui ont prouvé leur sûreté ;
- donner un fondement législatif à l'extension de fait des pouvoirs de la C.O.B.

Ces orientations sont bonnes et doivent être approuvées. Un texte de cette nature ne peut, toutefois, résoudre les problèmes fondamentaux du marché financier français.

EXAMEN EN COMMISSION

Réunie le 23 octobre 1985 sous la présidence de **M. Geoffroy de Montalembert**, vice-président, puis de **M. Edouard Bonnefous**, président, la Commission a procédé à l'examen pour avis du projet de loi n° 17 adopté par l'Assemblée nationale relatif aux valeurs mobilières, sur le rapport de **M. André Fosset**.

M. André Fosset a présenté les conclusions de son rapport sur les dispositions du projet.

L'ensemble de ces dispositions procédant d'une inspiration satisfaisante, **M. André Fosset** a alors recommandé à la Commission de donner au projet un avis favorable, sous réserve de l'adoption de certains amendements.

M. Pierre Gamboa a déclaré être hostile à ce texte qui, sous une apparence technique, vise en réalité à favoriser les placements spéculatifs au détriment de l'investissement industriel.

M. Geoffroy de Montalembert a relevé que l'engouement actuel manifesté pour les valeurs mobilières se traduit par le déclin des autres placements et notamment les placements fonciers et agricoles ; ce déclin a pour conséquence la dégradation du patrimoine foncier du pays.

M. André Fosset a regretté que les placements immobiliers soient désormais non rentables, en raison notamment des excès de la pression fiscale. Il a souligné que les placements en valeurs mobilières constituaient un excellent moyen pour financer l'investissement, mais que la ponction actuellement exercée par l'Etat sur le marché détournait une grande partie de l'épargne mobilière de ces placements.

La Commission a ensuite engagé l'examen des amendements présentés par le Rapporteur.

A l'article premier, qui vise à insérer sept articles nouveaux — 339-1 à 339-7 — dans la loi du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales, elle a adopté cinq amendements tendant à :

— inscrire dans le texte proposé pour l'article 339-1 le principe de la liberté, pour les sociétés par actions, de créer toute valeur mobilière donnant droit à l'attribution d'une quotité du capital social de l'émetteur ;

— une nouvelle rédaction du texte proposé pour les articles 339-2, 339-4 et 339-5 ;

— supprimer le premier alinéa du texte proposé pour l'article 339-7, dont l'objet est de conférer une base légale à une catégorie hybride récemment apparue, les titres subordonnés à durée indéterminée, dont l'objet exclusif semble être le financement des entreprises nationales.

Après l'article premier, la Commission a adopté deux articles additionnels tendant à exonérer du droit d'apport les augmentations de capital résultant de la conversion d'obligations en actions et le produit des bons de souscription d'actions.

A l'article 13, dont l'objet est de permettre à la Commission des opérations de bourse de mettre fin à tout démarchage en matière de placements en biens divers lorsque la sécurité des épargnants semble menacée, elle a adopté un amendement substituant une procédure juridictionnelle à la procédure administrative prévue par le projet.

La Commission a ensuite donné un avis favorable à l'ensemble du projet de loi, sous réserve de l'adoption des amendements qu'elle a adoptés.

EXAMEN DES ARTICLES

Dans le but de faciliter la compréhension du texte, dont l'ordre des articles ne respecte pas les différents sujets traités, votre Rapporteur présentera les articles du texte selon le plan suivant :

1. Régime juridique des valeurs mobilières donnant droit à l'attribution d'une quote-part du capital social.
2. Modification du régime et des procédures des augmentations de capital.
3. Modification du régime d'intervention d'une société sur ses propres titres.
4. Modification du régime des fonds communs de placement.
5. Surveillance des placements en biens divers.
6. Extension des pouvoirs de la Commission des opérations de bourse.

1. Régime juridique des valeurs mobilières donnant droit à l'attribution d'une quote-part du capital.

L'article premier tend à créer une section IV nouvelle, intitulée « autres valeurs mobilières » au chapitre V (« valeurs mobilières émises par les sociétés par actions ») du titre premier (« règles de fonctionnement des diverses sociétés commerciales ») de la loi du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales.

Cette section nouvelle a pour objet de fixer un cadre général régissant les émissions de valeurs mobilières donnant droit à l'attribution d'une quote-part du capital social, c'est-à-dire à l'attribution, dans l'état actuel de la législation, d'actions ou de certificats d'investissement.

Il convient de noter que ces dispositions reprennent la plupart des principes déjà édictés pour les obligations convertibles et les obligations à bons de souscription.

Toutefois, dans le cadre général ainsi tracé pourront être émises toutes formes de valeur mobilière nouvelle donnant droit à l'attribution d'une quote-part du capital social, au gré de l'imagination des financiers ; l'article premier n'est donc nullement superfétatoire.

• **L'article 339-1 nouveau** prévoit l'existence d'un droit préférentiel des actionnaires à la souscription de toute valeur mobilière donnant droit à l'attribution d'un titre représentatif d'une quote-part du capital social (action ou certificat d'investissement), proportionnellement à leur part dans le capital social. Le deuxième alinéa de l'article prévoit la possibilité, pour les actionnaires, de renoncer à ce droit préférentiel ; le troisième alinéa, enfin, édicte un principe de portée générale, l'interdiction d'émettre des titres représentatifs d'une quotité du capital social (actions et certificats d'investissement) transformables en titres représentatifs d'une créance ; le but est d'empêcher la mise au point de techniques aboutissant à diminuer le capital social, par la transformation en créanciers d'apporteurs de fonds propres.

Votre commission des Finances a adopté à cet article un **amendement** tendant à une nouvelle rédaction du premier alinéa.

Cette rédaction nouvelle pose, en premier lieu, le principe d'une totale liberté de création de toute valeur mobilière donnant droit à l'attribution d'une quote-part du capital social ; ce principe de liberté existe certes théoriquement déjà, mais des obstacles pourraient surgir ; le fait que l'article 339-5 nouveau prévoit une faculté expresse pour l'émission de bons de souscription autonomes confirme que les sociétés par actions n'ont pas, à l'heure actuelle, toute latitude pour mettre des valeurs mobilières donnant droit à l'attribution d'une quote-part du capital social.

Des modifications rédactionnelles sont, par ailleurs, apportées ; l'énumération, inutile, des moyens (conversion, échange ou de toute autre manière...) pour acquérir une quote-part du capital social est notamment supprimée.

Enfin, dans un souci d'allègement du texte, les dispositions relatives au droit préférentiel des porteurs de certificats d'investissement sont supprimées pour être reprises à l'article 339-4.

• **L'article 339-2 nouveau** prévoit que les valeurs mobilières « nouvelles » ne peuvent être émises que sur autorisation de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires (assemblée ne pouvant statuer qu'à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents qui doivent représenter au moins le quart des actions ayant le droit de vote) dès lors que cette émission peut entraîner une augmentation de capital. Il est précisé que cette décision emporte renonciation du droit préférentiel de souscription aux actions à émettre par conversion ou présentation de bons, ce qui est logique et n'est pas contradictoire avec la règle de l'article 339-1 : les action-

naires ont un droit préférentiel à la souscription des valeurs pouvant donner lieu à l'attribution d'actions, mais ils n'ont pas de droit préférentiel à la souscription des actions qui seront émises après conversion de ces valeurs ou présentation d'un bon qui y serait attaché...

Votre commission des Finances a adopté à cet article un **amendement** tendant à une nouvelle rédaction de l'article 339-2, supprimant la phrase « toutes les fois que l'émission est susceptible d'aboutir à une augmentation de capital, il est statué en assemblée générale extraordinaire » ; cette précision est, en effet, inutile ; l'émission de valeurs mobilières donnant droit à l'attribution d'une quote-part du capital social est toujours susceptible d'aboutir à une augmentation de capital ; l'assemblée générale extraordinaire est donc toujours compétente pour décider du principe de l'émission.

• **L'article 339-3 nouveau** dispose que des valeurs émises par une filiale peuvent donner lieu à l'attribution de titres émis par la société mère ; par exemple, la filiale peut émettre des obligations à bon de souscription d'actions de la mère ou des obligations convertibles en actions de la mère ; en revanche, la société mère ne peut émettre de valeurs donnant droit à l'attribution d'actions ou de certificats d'investissement de sa filiale, afin d'éviter toute lésion des droits des actionnaires minoritaires de celle-ci.

• **L'article 339-4 nouveau** prévoit que les porteurs de certificats d'investissement n'ont un droit préférentiel qu'à la souscription de valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de certificats d'investissement, ce qui est parfaitement logique, dès lors que le principe des certificats d'investissement est accepté.

Votre commission des Finances a adopté à cet article un **amendement** tendant à regrouper l'ensemble des dispositions relatives au droit préférentiel de souscription des porteurs de certificats d'investissement.

• **L'article 339-5 nouveau** dispose que des valeurs mobilières donnant droit à l'attribution d'actions ou de certificats d'investissement peuvent être émises « indépendamment de toute autre émission ». En dépit de sa formulation sibylline, la signification de l'article 339-5 est claire : il s'agit de permettre l'émission de bons de souscription (d'actions ou de certificats d'investissement) autonomes. Une autre règle importante est posée : les actions ou les certificats auxquels ces bons donnent droit doivent être émis dans un délai de cinq ans à compter de la création des bons.

Votre commission des Finances a adopté à cet article un **amendement** tendant à une nouvelle rédaction des deux premiers alinéas de l'article 339-5.

• **L'article 339-6** précise qu'en cas d'émission de valeurs mobilières donnant droit à l'attribution d'une quote-part du capital social (c'est-à-dire donnant droit à l'attribution d'actions ou de certificats

d'investissement) certaines règles prévues par normalités et règles la loi pour encadrer les augmentations de capital ne sont pas applicables lorsque les porteurs de ces valeurs demandent l'attribution des actions ou certificats d'investissement auxquels ils ont droit. Il s'agit des règles relatives aux délais dans lesquels doivent être réalisées les augmentations de capital à compter de la décision de l'assemblée générale les autorisant.

● **L'article 339-7 nouveau** apporte deux dispositions nouvelles ; il prévoit en premier lieu que les titres matérialisant une créance sur une société peuvent n'être remboursables qu'après désintéressement de tous les autres créanciers, à l'exception des titulaires de prêts participatifs et de titres participatifs. Il s'agit de donner un fondement législatif à une pratique déjà courante consistant pour certaines sociétés nationales (uniquement des banques, à ce jour) à émettre des « titres subordonnés à durée indéterminée » (T.I.D.I.), dont les porteurs ne peuvent être désintéressés qu'après remboursement de tous les autres créanciers en cas de liquidation ; ces titres sont parfois baptisés « obligations perpétuelles ». En second lieu, il est prévu par le deuxième alinéa de l'article 339-7 nouveau que les dispositions des articles 285 à 339 de la loi du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales qui organisent en une masse dotée de prérogatives le porteur d'obligations ; cette disposition semble, en l'état actuel du droit et de la pratique, peu utile ; il paraît difficile d'imaginer une créance qui soit une valeur mobilière et ne soit pas une obligation.

Votre commission des Finances a adopté un **amendement** tendant à la suppression du premier alinéa du texte proposé pour l'article 339-7 nouveau ; la disposition proposée est en effet peu justifiable ; les « T.S.D.I. » ont été, à ce jour, émis uniquement par des sociétés nationales ; il s'agit, une nouvelle fois, de donner un fondement légal à une valeur mobilière hybride ; comme lors des débats sur la loi du 3 janvier 1983, où votre commission des Finances avait rejeté les titres participatifs et les certificats d'investissement, celle-ci a décidé le rejet du premier alinéa de l'article 339-7.

Article additionnel après l'article premier.

Votre commission des Finances a adopté **deux articles additionnels après l'article premier**, dans le but de faire application aux nouvelles valeurs mobilières régies par l'article premier des dispositions favorables aux augmentations de capital prévues par la loi du 11 juillet 1985 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier.

● Il convient, en premier lieu, de prévoir dans la loi que les augmentations de capital résultant de la conversion d'obligations en actions sont exonérées de droit d'apport ; la loi du 11 juillet

1985 a supprimé le droit d'apport sur les augmentations de capital en numéraire ; elle n'a, en revanche, pas visé les augmentations par conversions ; toutefois, une circulaire en date du 2 octobre 1985 du service de la Législation fiscale a assimilé les augmentations par conversion aux augmentations en numéraire ; s'il convient de féliciter l'administration des impôts de cette interprétation, il semble préférable de lui donner force de loi ; tel est l'objet du premier article additionnel adopté par votre commission des Finances, qui complète le deuxième alinéa de l'article 812-0 A du Code général des impôts qui prévoit l'exonération des augmentations en numéraire **par les mots « et les augmentations de capital résultant de la conversion d'obligations en actions »**.

● Votre commission des Finances a par ailleurs adopté un article additionnel tendant à exonérer de droit d'apport le produit retiré par les sociétés de l'émission de bons de souscription autonomes. D'un point de vue comptable, ce produit sera probablement comptabilisé dans un poste de réserve ; il convient de la considérer comme une « avance en capital » sur le plan fiscal et donc de la faire bénéficier du régime favorable de l'article 812-0 A du Code général des impôts.

2. Modification du régime et des procédures des augmentations de capital.

Le capital social est la somme représentative de l'ensemble des apports effectués par les associés d'une société. Son montant est fixé par les statuts et est, en principe, intangible, puisqu'il constitue le gage offert par les associés aux créanciers de la société. Toutefois, le capital social est susceptible de réductions et surtout d'augmentations qui peuvent être réalisées dans certaines conditions déterminées par la loi. Les augmentations de capital sont, en fait, encouragées par le législateur, dans la mesure où elles contribuent à renforcer l'assise financière des sociétés qui les réalisent.

Les dispositions proposées par le projet procèdent d'un double souci : il s'agit d'une part de modifier sur des points mineurs, le processus de prise de décision au sein des différentes instances de la société en matière d'augmentation de capital et d'autre part, d'abrégé certains délais, tout en assouplissant certaines formalités de publicité, conformément aux conditions du rapport du groupe de travail sur le coût de l'intermédiation financière, présidée par M. Bernard Tricot.

a) *Modifications du régime des augmentations de capital.*

La loi du 3 janvier 1983 a notablement allégé et simplifié le régime des augmentations de capital : l'obligation d'établir une déclaration notariée attestant la réalité des souscriptions et des versements a été supprimée, de même que celle d'établir une liste de tous les souscripteurs, envoyée à chacun d'entre eux. Le régime actuel des augmentations de capital est donc le suivant : le pouvoir de décider l'augmentation appartient à l'assemblée générale extraordinaire, qui peut déléguer au conseil d'administration l'exécution des modalités de cette augmentation. Un avis précisant les conditions de l'émission doit être publié dans un journal d'annonces légales et, en cas d'appel public à l'épargne, une notice soumise au visa de la Commission des opérations de bourse doit être établie. Un point fondamental du régime des augmentations de capital est par ailleurs constitué par l'existence, au profit des actionnaires, d'un droit préférentiel à la souscription des actions émises du fait de l'augmentation de capital ; ce droit peut toutefois être supprimé par décision de l'assemblée générale extraordinaire qui décide de l'augmentation avec ou sans indication du nom des bénéficiaires de cette renonciation.

Dans ce cadre général, certains aménagements, très techniques, sont apportés par l'article 2 du projet.

• **Les articles 183, 184 et 185** de la loi du 24 juillet 1966 sont modifiés sur des points mineurs ; ces articles prévoient l'existence du droit préférentiel de souscription (art. 183) et les règles de répartition des actions émises à l'occasion d'une augmentation de capital qui n'auraient pas été souscrites par les actionnaires si ceux-ci n'ont pas renoncé à leur droit préférentiel de souscription (art. 184 et 185).

— L'article 2 du projet **réforme par ailleurs les modalités de renonciation**, par les actionnaires, à leur droit préférentiel de souscription aux actions nouvelles. Par ailleurs, diverses dispositions faisant partie du domaine législatif et incluses à tort dans un décret pris pour l'application de la loi du 3 janvier 1983 sont introduites dans la loi du 24 juillet 1966.

• **L'article 186** de la loi du 24 juillet 1966 est modifié sur un point : l'assemblée générale extraordinaire pourrait dorénavant décider de supprimer le droit préférentiel non seulement pour la totalité de l'augmentation, comme c'est le cas à l'heure actuelle, mais aussi pour une ou plusieurs tranches de cette augmentation, ce qui constitue une souplesse particulière, permettant de concilier l'entrée de partenaires extérieurs à la société et un apport de fonds propres par les actionnaires existants.

L'article 186-1 nouveau vise l'hypothèse d'une émission par appel public à l'épargne d'actions nouvelles identiques aux actions déjà émises avec renonciation des actionnaires à leur droit préférentiel ; son apport est double : d'une part, il fixe à cinq ans le délai dans lequel doit être réalisée l'émission (à compter de la décision de l'assemblée générale) contre un ou trois ans selon les cas actuellement. D'autre part, il intègre dans la loi des règles, actuellement contenues dans le décret du 2 mai 1983, qui déterminent la limite inférieure du prix d'émission des actions (part des capitaux propres par action ou moyenne des cours de bourse, selon les cas).

• **L'article 186-2 nouveau** vise l'hypothèse où les actions nouvelles ne confèrent pas les mêmes droits que les anciennes (émission d'actions à bons de souscription, ou d'actions à dividende prioritaire sans droit de vote, par exemple...) ; dans ce cas, un délai plus strict n'a pas été élargi. Ces dispositions sont logiques : les actionnaires est fixé (deux ans) et les pouvoirs de l'assemblée générale extraordinaire ayant renoncé à leur droit préférentiel sans disposer de point de référence véritable, puisque ces actions nouvelles n'ont pas les mêmes caractéristiques que les anciennes, il convient de leur donner alors des pouvoirs les plus étendus.

• **L'article 186-3 nouveau** concerne l'hypothèse d'une renonciation au droit préférentiel de souscription avec indication des bénéficiaires. Par construction, cet article ne peut viser que les cas d'augmentation sans appel public à l'épargne ; cet article nouveau constitue un simple aménagement du droit antérieur.

b) *Conséquences du rapport
sur le coût de l'intermédiation financière.*

Le rapport sur le coût de l'intermédiation financière préconise la modification de certains délais, instaurés par la loi, dans le déroulement des opérations d'augmentation du capital avec appel public à l'épargne.

Dans la pratique, il s'écoule en moyenne deux mois et demi entre l'annonce de l'augmentation de capital et la mise à la disposition de la société du produit de l'émission. Outre le coût d'indisponibilité des fonds pour l'émetteur, ce long délai constitue un facteur de risque pour le bon déroulement de l'opération. Ce délai pourrait, selon les auteurs du rapport, être abrégé par les mesures suivantes :

• possibilité d'effectuer des mesures de publicité annonçant l'émission dès l'octroi du visa de la Commission des opérations de bourse, avant la publication de la notice au *Bulletin des annonces légales obligatoires*, ce qui est interdit actuellement ;

- réduction de trente à quinze jours du délai pendant lequel les actionnaires peuvent exercer leur droit préférentiel de souscription. La mise en place d'un délai abrégé est aujourd'hui possible en raison de la dématérialisation des titres ; tous les actionnaires d'une société sont dorénavant connus par les établissements qui assurent la gestion de leurs comptes titres et peuvent être rapidement informés par ceux-ci ; de ce fait, le délai de souscription peut sans dommage pour les actionnaires être abrégé.

Le projet de loi tire les conséquences de ces propositions :

- **L'article 3** vise à ramener à quinze jours le délai pendant lequel les actionnaires peuvent exercer leur droit de souscription (modification de l'article 188 de la loi du 24 juillet 1966).

- **L'article 4 du projet** tend à limiter à trente jours — et non plus quarante-cinq — le versement des fonds issus de l'augmentation de capital à l'émetteur par les établissements de crédits ayant garanti la bonne fin de l'opération. Le délai de quarante-cinq jours peut, en effet, être limité en raison des facilités conférées aux établissements de crédit par la dématérialisation des titres et l'informatisation de leur gestion.

- **L'article 8 du projet** tend à permettre aux sociétés réalisant une augmentation de capital avec appel public à l'épargne d'effectuer des formalités de publicité sur l'émission avant l'ouverture de la souscription, c'est-à-dire avant la publication de la notice au *Bulletin des annonces légales obligatoires* ; l'article 289 de la loi du 24 juillet 1966 est modifié en conséquence.

La combinaison de ces différentes mesures devrait permettre de ramener de trois mois environ à un mois environ le délai qui sépare le lancement de l'émission du versement du produit des souscriptions.

3. Modification du régime d'intervention d'une société sur ses propres actions.

Une société ne peut, en principe, acheter en bourse ses propres actions ; une telle opération aboutirait, en effet, à une réduction déguisée du capital social, qui léserait les droits des créanciers de l'entreprise.

Toutefois, la loi prévoit certaines exceptions : les sociétés peuvent acheter leurs actions pour les attribuer à leurs salariés dans le cadre de la participation ou du système de stock-option si elles possèdent des réserves au moins équivalentes au montant de l'opération ;

les sociétés peuvent, par ailleurs, dans le but de régulariser le marché de leurs titres (lorsqu'elles sont cotées), acquérir leurs actions dans la limite de 10 % du montant total de celles-ci ; comme dans l'hypothèse précédente, la société doit alors disposer de réserves au moins équivalentes aux actions ainsi acquises (autre que la réserve légale).

L'autorisation de procéder à des achats de ses propres actions ne peut être donnée à une société que par son assemblée générale ordinaire, qui fixe les limites de prix (prix minimal et prix maximal) auxquelles les dirigeants peuvent acquérir les actions. Par ailleurs, la loi précise qu'en tout état de cause, la société ne peut acheter ses actions qu'à un cours au plus égal à la moyenne des cours des trente séances de bourse précédentes ; le but de cette règle est simple : la possibilité d'acheter ses propres actions est conférée à une société lorsque les cours de celles-ci sont en baisse ; cette limitation est logique et vise à empêcher les opérations spéculatives. Toutefois, **l'article 7 du projet de loi** se propose de supprimer cette limite, afin d'assouplir le système. Le contrôle exercé par la Commission des opérations de bourse apparaît en effet suffisant pour déjouer d'éventuelles opérations abusives. L'article 7 du projet étend par ailleurs aux certificats d'investissement les dispositions relatives à l'intervention d'une société sur ses propres actions.

4. Modification du régime des fonds communs de placement.

Les fonds communs de placement sont des copropriétés de valeurs mobilières ou de sommes placées à court terme. Ils sont régis par la loi du 13 juillet 1979, qui a été modifiée par la loi du 3 janvier 1983 sur la protection de l'épargne et la loi du 9 juillet 1984 sur le développement de l'initiative économique. Les fonds communs de placement constituent en principe des structures souples de gestion collective de l'épargne, par opposition aux SICAV qui sont dotées de la personnalité morale. Trois types différents de fonds communs de placement existent actuellement :

- Les fonds communs ordinaires, dont l'actif doit comporter au moins 80 % de valeurs mobilières inscrites à la cote officielle ou à celle du second marché d'une bourse de valeurs (donc aisément mobilisables) et de dépôts en banque ; ces fonds ordinaires peuvent bénéficier de publicité, mais le démarchage en leur faveur est interdit.

- Les fonds communs de placement à risques peuvent détenir dans leur portefeuille, à hauteur de 40 %, des valeurs émises par des sociétés non cotées ; leur actif est donc moins aisément mobilisable ; en contrepartie, ils ne peuvent faire l'objet ni de publicité, ni de démarchage.

- Les fonds communs de placement à risques à augmentations de capital, créés par la loi du 9 juillet 1984 sur le développement de l'initiative économique. Les porteurs de part de ces fonds bénéficient d'un régime fiscal avantageux (exonération de l'impôt sur le revenu des produits distribués par les fonds, s'ils sont immédiatement investis, à condition de prendre l'engagement de conserver leurs parts pendant cinq ans au moins). Ces fonds doivent consacrer au moins 40 % de leurs placements à des souscriptions d'actions émises lors d'augmentation de capital par des sociétés non cotées. Bien entendu, toute publicité ou démarchage est également interdit.

Les fonds communs de placement ont connu un succès certain ; le nombre de fonds en activité n'a cessé d'augmenter, de même que le montant de leur actif :

- nombre de fonds en activité (fonds ordinaires) :
 - au 31 décembre 1979 : 86,
 - au 31 décembre 1981 : 522,
 - au 31 décembre 1984 : 1.879 ;
- actif global (fonds ordinaires) :
 - au 31 décembre 1981 : 5,1 milliards de francs,
 - au 31 décembre 1984 : 65,1 milliards de francs.

Par ailleurs, trente-sept fonds communs à risque sont en activité avec un actif de 650 millions de francs ; cette catégorie reste donc peu importante.

L'article 10 du projet tire la conséquence du succès des fonds communs de placement ordinaires en autorisant, à l'avenir, le démarchage en ce domaine. L'expérience a, en effet, montré que ces fonds, en dépit de leur absence de personnalité morale, étaient aussi sûrs que les SICAV, ce qui permet d'aligner leur régime sur ce point.

5. Surveillance des placements en biens divers.

Des « placements en biens divers » sont parfois offerts au public par voie de publicité ou de démarchage. Les produits proposés peuvent être la souscription de rentes viagères ou l'acquisition de droits sur des biens dont la gestion est assurée par un tiers. Le public peut ainsi être conduit à acquérir des conteneurs, des wagons, des chevaux de course, voire des vaches laitières. La gestion de ces biens est assurée par des sociétés de gestion qui promettent à l'épargnant, parfois de manière abusive, des rendements importants.

Quoique les placements en biens divers soient de faible montant (118 millions de francs du 1^{er} juillet 1983 au 31 décembre 1984, soit 0,02 % du total de l'épargne des ménages pour ces dix-huit mois), il a été estimé indispensable de les soumettre à la surveillance de la Commission des opérations de bourse. La loi du 3 janvier 1983 a donc institué, par ses articles 36 à 40, une surveillance des placements réalisés avec appel public à l'épargne en biens dont les épargnants n'assurent pas eux-mêmes la gestion ; cette surveillance s'exerce par le biais du visa de la C.O.B. sur un document d'information que les sociétés doivent établir.

La C.O.B. après un an et demi d'expérience de l'application des dispositions de la loi du 3 janvier 1983 a suggéré dans son rapport public de 1984 des modifications qui font l'objet des articles 12 à 16 du projet de loi.

— **L'article 12** propose deux aménagements de la loi de 1983 :

- en premier lieu, le contrôle de la C.O.B. sera étendu aux contrats proposant à l'acquéreur la reprise du bien à l'issue d'un délai. Cette extension vise à éviter que les pratiques aux termes desquelles des biens étaient proposés au public avec engagement de rachat, à des prix parfois mirobolants, n'échappent au visa de la C.O.B. L'épargnant pourrait, en effet, être abusés par des officines surestimant l'évolution des cours du produit dans leurs publicités et n'ayant pas une surface financière pour garantir la bonne fin du contrat,

- en second lieu, un capital minimum, égal à celui exigé des sociétés faisant publiquement appel à l'épargne (soit 1,5 million de francs) sera désormais exigé des organismes de placements en biens divers.

— **L'article 13** étend et précise les pouvoirs de la Commission des opérations de bourse ; le principe du visa obligatoire de celle-ci pour les documents d'information remis au public est bien entendu maintenu, mais il est aussi prévu qu'un document devra également être établi en cas de changement dans les conditions de gestion des biens acquis par le public ; enfin, l'article 13 dispose que la C.O.B. pourrait par décision motivée mettre fin à tout démarchage ou publicité concernant l'opération, ce qui constituerait une extension certaine de ses pouvoirs ; cette décision pourrait intervenir lorsque l'opération proposée au public ne serait plus conforme au contenu du document d'information remis au public ou ne présenterait plus le « minimum de garanties exigées d'un placement destiné au public ».

Cette dernière disposition n'a pas reçu l'agrément de votre commission des Finances. Il semble anormal de vouloir conférer à la C.O.B. un rôle quasi juridictionnel qui ne doit pas être le sien, en lui permettant de mettre fin sur simple décision administrative à une opération de type commercial.

Sans nier le bien-fondé d'une disposition étendant les pouvoirs de la C.O.B. s'agissant des placements en biens divers, votre Commission a donc jugé préférable de faire application à cette hypothèse de la nouvelle procédure prévue à l'article 17 du projet de loi créant un article 4-2 nouveau de l'ordonnance du 28 septembre 1967. Cette solution permettrait de concilier la nécessité d'agir avec célérité et le maintien de la compétence du juge judiciaire à propos d'affaires qui relèvent de sa compétence naturelle.

Votre commission des Finances a donc adopté un **amendement** prévoyant une nouvelle rédaction pour la fin du dernier alinéa du texte proposé pour le troisième alinéa de l'article 37 de la loi du 3 janvier 1983.

- **L'article 14** du projet astreint le gestionnaire de biens à dresser l'inventaire des biens qu'il gère, à observer un état des sommes perçues au cours de l'exercice et à établir un rapport annuel d'activité.

- **L'article 15** fixe un délai d'un an aux gestionnaires pour porter, si nécessaire, leur capital à 1,5 million de francs.

6. L'extension des pouvoirs de la Commission des opérations de bourse.

La Commission des opérations de bourse a été créée par une ordonnance du 28 septembre 1967 ; elle a succédé au Comité des bourses de valeurs créé en 1942.

Le rôle de la C.O.B. est double : veiller au bon fonctionnement du marché des valeurs mobilières, d'une part, contrôler la sincérité des informations fournies aux épargnants, d'autre part.

De ce fait, les prérogatives de la commission sont vastes ; son pouvoir de surveillance des marchés se traduit par la possibilité de prendre des décisions exécutoires après approbation par le ministre de l'Economie et des Finances ; deux décisions fondamentales ont notamment été prises en matière d'offres publiques d'achat et de vente (1975) et de cessions de blocs de contrôle (1977) ; la C.O.B. dispose ainsi d'un véritable pouvoir réglementaire, fondé sur les dispositions d'un décret du 3 janvier 1968. Son pouvoir de surveillance s'exerce également par l'acceptation — ou le refus — d'admettre les valeurs à la cote du marché et par diverses autres prérogatives telles que des conditions spéculatives par des personnes informées, de par leurs fonctions, de la vie d'une société.

La commission assure également le contrôle de la sincérité des informations fournies par les émetteurs lors de toute émission de

valeurs mobilières, par le biais d'un visa dont l'apposition peut être subordonnée par la C.O.B. à l'insertion d'informations complémentaires ; le défaut de visa empêche l'émission.

— **L'article 17 du projet de loi** tend à insérer deux articles nouveaux 4-1 et 4-2 dans l'ordonnance du 28 septembre 1967.

• **L'article 4-1 nouveau** confère un fondement législatif au pouvoir réglementaire de la C.O.B., qui repose actuellement sur le support fragile du décret du 3 janvier 1968. La C.O.B. pourra, dorénavant, prendre des règlements concernant la totalité des secteurs du marché financier ; ces règlements devront être homologués par arrêté du ministre des Finances.

• **L'article 4-2 nouveau** instaure une procédure nouvelle en permettant au président de la commission de saisir en référé le président du tribunal de grande instance de Paris lorsqu'il aura constaté une pratique de nature à porter atteinte aux droits des épargnants ; le président du tribunal de grande instance est alors compétent pour connaître des exceptions d'illégalité soulevées par la société déférée ; ce dernier point constitue une exception aux règles normales de la répartition des compétences entre le juge judiciaire et le juge administratif, qui impliquent que le juge civil doit surseoir à statuer lorsque la légalité d'un règlement est contestée et saisir le Conseil d'Etat.

Le but de cette disposition est, en fait, de limiter les risques de lenteurs judiciaires qui peuvent, en matière financière où il convient d'agir avec rapidité, être fortement préjudiciables aux épargnants.

AMENDEMENTS PRÉSENTÉS PAR LA COMMISSION

Article premier.

(voir le commentaire page 25 du rapport.)

Amendement :

Remplacer le texte proposé par cet article pour le premier alinéa de l'article 339-1 de la loi du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales par les dispositions suivantes :

« Art. 339-1. — Les sociétés par actions peuvent émettre toutes valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de titres représentatifs d'une quotité de leur capital social.

« Les actionnaires de ces sociétés disposent alors, proportionnellement à leur part dans le capital social, d'un droit de préférence à la souscription de ces valeurs mobilières. »

Amendement :

Rédiger ainsi le texte proposé par cet article pour l'article 339-2 de la loi du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales :

« Les émissions de valeurs mobilières régies par l'article 339-1 ci-dessus sont autorisées par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires qui se prononce sur le rapport du conseil d'administration ou du directoire et sur le rapport spécial du commissaire aux comptes.

« La décision de cette assemblée emporte de plein droit renonciation, par les actionnaires, à leur droit de préférence à la souscription des actions à l'attribution desquelles ces valeurs mobilières donnent droit. »

Amendement :

Rédiger ainsi le texte proposé par cet article pour l'article 339-4 de la loi du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales :

« Art. 339-4. — Les titulaires de certificats d'investissement disposent d'un droit de préférence à la souscription des valeurs mobilières visées à l'article 339-1 lorsque celles-ci peuvent donner lieu à l'attribution de certificats d'investissement. Ce droit s'exerce dans les conditions prévues aux articles 339-1, 339-2, 339-3 et 339-4. »

Amendement :

Remplacer les deux premiers alinéas du texte proposé par cet article pour l'article 339-5 de la loi du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales par les dispositions suivantes :

« Art. 339-5. — Les sociétés par actions peuvent émettre, sur décision de leur assemblée générale extraordinaire, des valeurs mobilières conférant à leurs titulaires le droit de souscrire à des titres représentant une quotité de leur capital social indépendamment de toute autre émission.

« Cette décision de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires emporte de plein droit renonciation par ceux-ci à leur droit de préférence à la souscription des titres à l'attribution desquels ces valeurs mobilières donnent droit.

« L'émission des valeurs mobilières visées au premier alinéa du présent article ne peut avoir lieu si l'assemblée générale extraordinaire n'a pas autorisé l'émission des titres à l'attribution desquels elles donnent droit. »

Amendement :

Supprimer le premier alinéa du texte proposé par cet article pour l'article 339-7 de la loi du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales.

Article additionnel après l'article premier.

(voir le commentaire page 28 du rapport.)

Amendement :

Après l'article premier, ajouter un article additionnel ainsi rédigé :

L'article 812-0 A du Code général des impôts est complété par un alinéa ainsi rédigé :

« — le produit des émissions de valeurs mobilières visées à l'article 339-5 de la loi du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales. »

Amendement :

Après l'article premier, ajouter un article additionnel ainsi rédigé :

Le deuxième alinéa de l'article 812-0 A du Code général des impôts est ainsi rédigé :

« — les augmentations de capital en numéraire et les augmentations de capital résultant de la conversion d'obligations en actions ; ».

Art. 13.

(voir le commentaire page 36 du rapport.)

Amendement :

Rédiger ainsi la fin du dernier alinéa du texte proposé par cet article pour l'article 37 de la loi n° 83-1 du 3 janvier 1983 sur la protection de l'épargne et le développement des investissements :

« ... ci-dessus, elle peut demander en justice, dans les conditions prévues à l'article 4-2 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 précitée, qu'il soit mis fin à tout démarchage ou publicité concernant cette opération. »