

S É N A T

PREMIÈRE SESSION ORDINAIRE DE 1985-1986

Annexe au procès-verbal de la séance du 8 novembre 1985

RAPPORT SUPPLÉMENTAIRE

FAIT

Au nom de la Commission des Lois Constitutionnelles, de Législation, du Suffrage Universel, du Règlement et d'Administration Générale (1) sur le projet de loi, adopté par l'Assemblée Nationale après déclaration d'urgence, relatif aux valeurs mobilières.

Par M. Etienne DAILLY

Sénateur.

(1) Cette Commission est composée de : MM. Jacques Larché, *président* ; Edgar Thailhades, Louis Virapoullé, Charles de Cuttoli, Paul Girod, *vice-présidents* ; Charles Lederman, François Collet, Pierre Salvi, Germain Authié, *secrétaires* ; Jean Arthuis, Alphonse Arzel, Gilbert Baumet, Marc Bécam, Christian Bonnet, Raymond Bouvier, Pierre Brantus, Pierre Ceccaldi-Pavard, Michel Charasse, Félix Ciccolini, Etienne Dailly, Michel Darras, Luc Dejoie, Jacques Eberhard, Edgar Faure, Jean Geoffroy, François Giacobbi, Michel Giraud, Jean-Marie Girault, Daniel Hoefel, Charles Jolibois, Mme Geneviève Le Bellegou-Béguin, MM. Bastien Leccia, Roland du Luart, Jean Ooghe, Charles Ornano, Hubert Peyou, Roger Romani, Marcel Rudloff, Michel Rufin, Jacques Thyraud, Jean-Pierre Tizon, Dick Ukeiwé.

Voir les numéros :
Assemblée Nationale (7^e législ.) : 2861, 2968 et in-8° 882

Sénat : 17, 51, 60 (1985-1986)

Valeurs mobilières

SOMMAIRE

	Pages
EXPOSÉ	5
I. — LE PROJET DE CRÉATION DES BILLETS DE TRÉSORERIE.	6
A. — Les origines du projet.....	6
B. — Une intervention indispensable du Parlement.....	6
II. — LE DISPOSITIF LEGISLATIF PROPOSÉ.....	7
A. — L'autorisation d'émettre des billets de trésorerie sur un marché réglementé.....	8
1°) <i>La nature juridique des billets de trésorerie.....</i>	8
2°) <i>Les personnes autorisées à émettre les billets de trésorerie</i>	8
3°) <i>La réglementation du marché des billets de trésorerie</i>	8
B. — Le rôle d'intermédiaire des agents des marchés interbancaires.....	9
III. — DES QUESTIONS QUI DEMEURENT EN SUSPENS.....	9
IV. — LES PROPOSITIONS DE VOTRE COMMISSION DES LOIS....	11
A. — Votre Commission vous propose d'accepter cette réforme qui va dans le sens du décloisonnement des marchés financiers	11
B. — Elle vous proposera de renforcer la sécurité de ce mar- ché en prévoyant les conditions auxquelles doivent satisfaire les émetteurs.....	12
C. — En ce qui concerne les agents des marchés interbancaires	13
D. — Votre commission vous demande enfin pour marquer la spécificité de ces articles additionnels de les insérer dans un titre particulier du projet de loi intitulé « Billets de Trésorerie »	13
TABLEAU COMPARATIF.....	15
ANNEXE : Deuxième note d'orientation sur l'ouverture du marché monétaire	17

Mesdames, Messieurs,

Si la Commission des Lois a estimé indispensable de présenter un rapport supplémentaire sur le projet de loi relatif aux valeurs mobilières, c'est que le Gouvernement a déposé quelques minutes avant l'ouverture du débat sur ce projet de loi, le 7 novembre 1985, au matin, deux amendements tendant à insérer des articles additionnels après l'article 17 qui à eux seuls auraient, en bonne logique, dû faire l'objet d'un projet de loi distinct.

Ces amendements ont en effet pour objet de créer en France un marché des billets de trésorerie ou de « papier commercial » et d'introduire de ce fait sur le marché monétaire, une réforme fondamentale.

Dans son rapport sur le projet de loi, votre Commission des Lois avait certes évoqué cette éventualité et s'était efforcée de présenter tous les renseignements dont disposait, à l'époque, votre rapporteur sur les intentions du Gouvernement en ce domaine. Mais tant que le texte de ces articles additionnels n'était pas connu, votre Commission ne pouvait pas éclairer de manière sérieuse les membres de votre Haute Assemblée sur la portée de la réforme prévue.

Votre Commission des Lois après avoir très brièvement rappelé la genèse de ce papier commercial examinera les dispositions contenues dans les amendements du Gouvernement avant de présenter ses observations et ses propositions.

I. — LE PROJET DE CRÉATION DES BILLETS DE TRÉSORERIE

A. — Les origines du projet

Votre Commission des Lois a déjà exposé dans son rapport principal (1) les origines du projet de création du papier commercial et vous demande donc de vous y reporter.

Elle rappellera simplement que ce projet, qui reprend d'ailleurs des idées déjà connues et même anciennes, (rapport Marjolin, Sadrin, Wormser de 1969 et rapport du Comité du Financement du VIII^e Plan de 1980) a pour objet de décloisonner le marché monétaire, traditionnellement réservé aux seuls Etablissements de crédits (2), en autorisant les entreprises à émettre des titres négociables à court terme sur un marché réglementé.

Cette réforme fournirait aux investisseurs davantage de choix pour leurs placements, introduirait un élément de concurrence sur le marché du crédit à court terme et s'inscrirait dans le cadre d'une politique monétaire fondée sur le contrôle par les taux d'intérêt et non plus par les quantités.

Elle est à relier à la création des certificats de dépôts négociables en mars 1985 et à l'ouverture des bons du Trésor en comptes courants aux particuliers, annoncée concomitamment avec la réforme du « papier commercial ».

B. — Une intervention indispensable du Parlement

Comme cela a souvent été le cas ces dernières années en matière de réforme des marchés financiers (3), la concertation entre le Gouvernement et les autorités de la place a été engagée bien avant que le Parlement ne soit saisi.

En l'occurrence, c'est la Direction du Trésor qui a remis aux professionnels intéressés, dès le 2 septembre 1985, une note d'orientation sur l'ouverture du marché monétaire.

(1) Rapport Sénat n° 60 (1985-1986) Tome I Pages 24 et 25.

(2) Si l'on excepte le cas des ENBAMM (entreprises non bancaires admises au marché monétaire).

(3) C'est ainsi qu'en matière de marchés à terme d'instruments financiers (MATIF) la loi n° 85-695 du 11 juillet 1985 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier a ratifié l'accord intervenu en mars 1985 entre les banques et les agents de change sous l'égide du Gouvernement.

Dans ce cas toutefois, si les intéressés (Association Française des Banques, Association Française des Etablissements de Crédit, Association Française des Entreprises privées, Association Française des Trésoriers d'Entreprises, etc...) ont bien remis leurs observations au Trésor dans le courant du mois d'octobre, l'accord a été difficile à réaliser. On peut même penser que c'est pour « hater le mouvement » que le Gouvernement a décidé de déposer ces amendements dans le présent projet de loi.

Il est vrai que, compte tenu des dispositions constitutionnelles, une loi est indispensable pour édicter les règles d'organisation du marché des billets de trésorerie. Cette réforme met, en effet, en cause les « principes fondamentaux des obligations civiles et commerciales » qui, aux termes de l'article 34 de la Constitution, doivent être déterminés par la loi.

Au surplus la législation actuelle et notamment la loi bancaire du 24 janvier 1984 ne permettent pas de déterminer quelle serait l'autorité compétente pour établir les règles auxquelles sera soumis le papier émis et souscrit par des entreprises en représentation d'un prêt.

Quant à l'article 12-4° de la loi bancaire, il lève l'interdiction pour toute entreprise d'émettre des bons ou billets à court terme négociables sur un marché réglementé mais n'a pas précisé de qui émanerait cette réglementation.

Enfin, l'article 30 de la même loi donne compétence au Comité de la Réglementation Bancaire pour fixer les prescriptions d'ordre général applicables aux établissements de crédit (1). Mais les billets de trésorerie seront souscrits par des entreprises en contrepartie de prêts consentis par d'autres entreprises.

Tels sont les raisons fondamentales pour lesquelles le Gouvernement ne peut pas « réglementer » le papier commercial et que des dispositions législatives sont indispensables.

II. — LE DISPOSITIF LÉGISLATIF PROPOSÉ

Le Gouvernement a donc choisi de déposer deux amendements n° 64 et 65 au projet de loi relatif aux valeurs mobilières tendant à insérer deux articles additionnels après l'article 17. Le second est d'ailleurs le plus important.

(1) En revanche le marché des certificats de dépôt négociables (cf. Rapport 60 Tome 1 Page 21) a été créé le 1^{er} mars 1985 par un règlement du comité de la réglementation bancaire homologué par arrêté du 1^{er} mars 1985 car ce marché ne concerne que les établissements de crédit.

A. — L'autorisation d'émettre des billets de trésorerie négociables sur un marché réglementé

1° *La nature juridique des billets de trésorerie*

L'amendement n° 65 tendant à insérer un article additionnel après l'article 17 autorise certaines entreprises à émettre des billets de trésorerie. Sur le plan juridique, il est prévu que ces billets sont des billets au porteur représentant un droit de créance portant intérêt.

On notera dès l'abord que le Gouvernement a évité à juste titre la formule du billet à ordre (1) qui aurait imposé une modification du Code de Commerce et le respect d'une conformité avec la Convention de Genève de 1935 sur les effets de commerce.

Quoi qu'il en soit ces billets au porteur semblent correspondre juridiquement à des bons de caisse réglementés par le décret du 25 août 1937 et pourtant l'amendement prévoit que les dispositions de ce décret-loi de 1937 ne sont applicables aux billets de trésorerie.

2° *Les personnes autorisées à émettre les billets de trésorerie*

Le premier alinéa dispose que c'est un décret pris sur le rapport du ministre de l'Economie, des Finances et du Budget, qui déterminera les conditions que doivent remplir les entreprises autorisées à émettre ces billets.

Le deuxième alinéa précise que ce décret définit les catégories d'entreprises habilitées à émettre les billets et les conditions financières et les obligations auxquelles elles doivent satisfaire.

3° *La réglementation du marché des billets de trésorerie*

La principale caractéristique de ces billets est qu'il s'agit de titres négociables sur un marché.

Le troisième alinéa de l'amendement 65 confie au Comité de la Réglementation Bancaire - dont on a rappelé ci-dessus le rôle - le soin de réglementer le marché des billets de trésorerie. L'amendement précise même que le comité statue dans les formes prévues à l'article 32 de la loi bancaire ce qui signifie que ce règlement doit être homologué par le ministre chargé de l'Economie et des Finances, qu'il est publié au **Journal Officiel**, qu'il doit être motivé et qu'il est susceptible de recours devant la juridiction administrative.

(1) En revanche les certificats de dépôt émis par les banques sont des billets à ordre régis par les articles 183 à 189 du Code de Commerce.

Le règlement doit prévoir les dispositions propres à assurer le bon fonctionnement du marché des billets, notamment les caractéristiques auxquelles ils doivent répondre et les obligations des personnes qui interviennent dans leurs placements.

Selon les renseignements recueillis par votre Rapporteur, il semble que le Gouvernement envisageait à l'origine de confier au ministre de l'Economie et des Finances la responsabilité non seulement de déterminer les entreprises ayant accès sur les marchés mais également de réglementer le marché.

Finalement le souci de ne pas confier la réglementation de marchés voisins à des autorités différentes a prévalu et c'est donc le Comité de la Réglementation Bancaire, émanation du Conseil National du Crédit, qui réglementera le marché des billets de trésorerie comme il régit le marché des certificats de dépôt.

B. — Le rôle d'intermédiaire des agents des marchés interbancaires

L'amendement 64 tend à permettre aux agents des marchés interbancaires (courtiers de banques) de servir d'intermédiaire sur les trois marchés de titres négociables à court terme nouvellement créés, à savoir le marché des certificats de dépôts, celui des billets de trésorerie et celui des bons du Trésor en compte courant.

En effet, selon l'article 65, deuxième alinéa de la loi bancaire, l'activité des intermédiaires en opérations de banque ne peut s'exercer qu'entre deux personnes dont l'une au moins est un établissement de crédit. Or dans ces nouveaux marchés deux entreprises non bancaires peuvent être en relation. Il faut donc prévoir une dérogation aux règles de la loi bancaire.

La profession d'agent des marchés interbancaires comprend à ce jour 29 sociétés qui réalisent un chiffre d'affaires total de l'ordre de 400 millions de francs. L'intervention sur ces nouveaux marchés des « courtiers de banque » est destinée à assurer davantage de concurrence dans le domaine de l'intermédiation.

III. — DES QUESTIONS QUI DEMEURENT EN SUSPENS

Votre Commission des Lois constate que les amendements proposés ne fixent qu'un cadre très large, sans donner beaucoup de précisions sur les modalités de ce nouveau marché dont la création est susceptible d'avoir de profondes répercussions sur le marché de l'argent en France.

Aussi votre rapporteur a-t-il adressé au Gouvernement un questionnaire.

De nombreux points demeureraient en effet en suspens et il importe de les rappeler brièvement :

1. Quelles seront les entreprises qui seront autorisées à émettre ce papier ? Quelles seront les conditions juridiques, financières, comptables qui seront exigées des entreprises émettrices ?

2. Quel sera le montant minimum d'un billet ? On a parlé de dix millions puis de cinq millions ?

3. Quelle sera la durée maximum de ce papier ? Comment seront fixés les taux d'intérêt ?

4. Quelles seront les garanties dont sera assorti ce papier ?

Des projets de création d'une agence de « rating » sont-ils à l'étude ?

Dans quel délai une telle agence peut-elle être mise en place ? En attendant comment sera garanti ce papier ? Les banques devront-elles ouvrir des lignes de crédit de substitution ? Dans quelles conditions ?

N'y a-t-il pas un risque que les prêteurs préfèrent souscrire des certificats de dépôt émis par les banques ou des bons du Trésor plutôt que du papier émis par des entreprises ne comportant que des garanties aléatoires ?

5. Comment se présentera l'organisation du marché de ce papier dit commercial ? Quel y sera le rôle exact des banques ? Les banques étrangères pourront-elles y intervenir ?

6. Quel sera le régime fiscal de ce papier dit commercial ?

N'y aura-t-il pas de risque de distorsion avec les autres produits financiers ?

7. Quelles seront les incidences de la réforme sur la politique de régulation du crédit ?

8. Quel lien peut-on établir entre la création de ce papier dit commercial et l'ouverture des bons du Trésor en comptes courants aux particuliers (1) ? La création du premier est-elle indispensable à l'ouverture des seconds ? Si oui, pourquoi ?

9. Quels sont les incidences prévisibles de cette réforme sur le marché des obligations et sur l'activité des SICAV et des Fonds communs de placement court terme ?

(1) Qui ne nécessite qu'une décision du Gouverneur de la Banque de France en vertu de l'article 10 de l'ordonnance n° 45-679 du 13 avril 1945.

10. Est-il exact que les entreprises non bancaires ayant accès au marché monétaire (ENBAMM) n'y auraient plus accès ? Cette interdiction est-elle destinée à constituer des prêteurs « forcés » au profit du papier commercial et des bons du Trésor ?

En réponse à ce questionnaire votre rapporteur a reçu une note d'orientation de la Direction du Trésor et de la Banque de France en date du 30 octobre 1985 que l'on trouvera en annexe à ce rapport.

Elle répond, mais en partie seulement, à ces interrogations.

Après avoir décliné l'invitation de la Commission des Lois de venir présenter la réforme devant elle, M. Pierre Bérégovoy, ministre de l'Economie, des Finances et du Budget, a toutefois donné des indications, au cours de la discussion générale, devant le Sénat le 7 novembre 1985.

De l'ensemble de ces éléments, il ressort :

- que toutes les entreprises non bancaires pourront émettre des billets de trésorerie à condition d'avoir publié des comptes semestriels certifiés, le cas échéant consolidés, et ultérieurement des comptes trimestriels ;
- que les émetteurs devront également respecter toutes les obligations des sociétés cotées, notamment en matière d'information ;
- que le montant minimum du billet sera de 5 millions de francs ;
- que les billets seront émis pour des durées de dix jours à six mois et n'auront pas à être « causés » ;
- que les billets ne pourront pas être cautionnés mais qu'une ligne de crédit de substitution, égale à 95 % au moins de l'encours, sera exigée de tout émetteur ;
- que les établissements de crédit joueront un risque majeur pour placer les billets et faciliter leur négociation, mais sans avoir aucun monopole.

IV. — LES PROPOSITIONS DE VOTRE COMMISSION DES LOIS

A. — Votre Commission vous propose d'accepter le principe de cette réforme parce qu'elle va dans le sens du découplage des marchés financiers

Il s'agit évidemment là d'un pari sur l'avenir et il est susceptible de bouleverser les situations existantes.

Sur le plan de l'organisation, le fait que le Comité de la Réglementation Bancaire partage avec le ministre de l'Economie et des Finances la responsabilité de la tutelle de ce marché apparaît de nature à éviter le risque de mainmise intégrale de l'Etat sur ce nouveau marché financier.

Votre Commission des Lois ne s'en remet pas moins à la Commission des Finances, saisie pour avis de ce projet de loi, du soin d'apprécier les éventuels effets sur les équilibres économiques généraux de l'économie.

B. — Votre Commission vous propose néanmoins de renforcer la sécurité de ce marché en prévoyant les conditions auxquelles doivent satisfaire les émetteurs

S'agissant des « principes fondamentaux des obligations civiles et commerciales », mentionnés à l'article 34 de la Constitution, le législateur ne saurait d'ailleurs méconnaître sa propre compétence au profit du pouvoir réglementaire.

Dans l'intérêt des actionnaires des sociétés et des épargnants, elle vous propose d'abord de préciser dans la loi que :

- 1) les émetteurs seront des sociétés par actions.
- 2) que les sociétés émettrices devront avoir au moins deux ans d'existence, comme c'est le cas pour être autorisé à procéder à des émissions d'obligations.
- 3) que les sociétés émettrices devront disposer d'un capital équivalent à celui des sociétés faisant publiquement appel à l'épargne.
- 4) qu'elles établiront des documents comptables semestriels et prévisionnels.

Votre Commission des Lois vous propose ensuite de préciser que le règlement du Comité de la Réglementation Bancaire devra fixer :

- la durée des billets,
- leur montant minimum,
- les conditions de dépôt et de domiciliation,
- enfin les règles d'adossement à des crédits de substitution : cette dernière disposition est cruciale : en l'absence d'agence de « rating » la seule garantie qui peut être apportée aux billets de trésorerie doit être constituée par des lignes de crédit ouvertes par les banques.

Tel est l'objet des deux **sous-amendements** proposés par votre Commission des Lois à l'amendement n° 65.

C. — En ce qui concerne les agents des marchés interbancaires

Votre Commission des Lois vous demandera de codifier dans la loi bancaire les dispositions prévues pour l'amendement n° 64 et de préciser que, même lorsqu'ils interviennent sur les marchés de titres négociables, ces agents demeurent soumis aux règles du second alinéa de l'article 69 (agrément par le Comité des établissements de crédit et contrôle de la Banque de France).

D. — Enfin, votre Commission vous demande, pour marquer la spécificité de ces articles additionnels, de les insérer dans un titre particulier du projet de loi intitulé « Billets de Trésorerie »

* *
*

C'est donc sous le bénéfice des amendements et sous-amendements présentés dans le tableau comparatif ci-après, que votre Commission des Lois émet un **avis favorable** aux amendements 64 et 65 présentés par le Gouvernement tendant à insérer deux articles additionnels après l'article 17 du projet de loi.

TABLEAU COMPARATIF

TEXTE PROPOSE PAR LE GOUVERNEMENT

Article additionnel après l'article 17 (Amendement n° 65)

Les entreprises remplissant les conditions fixées par décret, pris sur le rapport du ministre de l'économie, des finances et du budget, peuvent émettre des billets à court terme. Ces billets, dénommés billets de trésorerie, sont stipulés au porteur et représentent un droit de créance portant intérêt ; ils sont créés pour une durée déterminée. Les dispositions du décret-loi du 25 août 1937 réglementant les bons de caisse ne sont pas applicables aux billets de trésorerie.

Le décret prévu à l'alinéa précédent définit les catégories d'entreprises habilitées à émettre les billets et les conditions financières et obligations comptables auxquelles elles doivent satisfaire.

Les billets de trésorerie sont négociables sur un marché réglementé, au sens de l'article 12-4 de la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984, par le Comité de la réglementation bancaire, statuant dans les formes prévues à l'article 32 de cette loi. Le règlement prévoit les dispositions propres à assurer le bon fonctionnement du marché de ces billets, notamment les caractéristiques auxquelles ils doivent répondre et les obligations des personnes qui interviennent dans leur placement.

PROPOSITIONS DE LA COMMISSION

Après l'article 17, insérer une division nouvelle intitulée comme suit :

Titre V Billets de trésorerie

Article additionnel après l'article 17

Les sociétés par actions ayant deux années d'existence qui ont établi deux bilans régulièrement approuvés par les actionnaires, et remplissant les conditions fixées par décret pris sur le rapport du ministre de l'Economie, des Finances et du Budget, peuvent émettre des billets au porteur dénommés billets de trésorerie. Ces billets qui représentent un droit de créance portant intérêt sont créés pour une durée déterminée.

Les sociétés mentionnées au premier alinéa doivent disposer d'un capital intégralement libéré d'un montant au moins égal à celui exigé des sociétés faisant publiquement appel à l'épargne par l'article 71 de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales. Elles sont astreintes à publier les documents comptables mentionnés à l'article 340-1 de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 précitée.

Les billets de trésorerie sont négociables sur un marché réglementé par le comité de la réglementation bancaire dans les formes prévues à l'article 32 de la loi n° 84-48 du 24 janvier 1984 précitée. Le règlement prévoit les dispositions qui visent à assurer le bon fonctionnement du marché des billets de trésorerie et notamment les conditions de durée et de montant minimum auxquelles doivent répondre ces billets, les règles auxquelles devront répondre les personnes qui procèdent au placement des billets, les conditions de dépôt et de domiciliation ainsi que les règles d'adossement à des crédits de substitution.

Article additionnel après l'article 17
(Amendement n° 64)

Par dérogation aux dispositions des articles 65 2^e alinéa et 69 de la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984, les agents des marchés interbancaires sont également autorisés à servir d'intermédiaire sur les marchés de titres négociables non susceptibles d'être cotés en bourse de valeurs, notamment sur les marchés des bons du Trésor en compte courant, des billets de trésorerie et des certificats de dépôt. Les conditions d'intervention des agents des marchés interbancaires sur ces marchés sont, en tant que de besoin, précisées par décret.

Article additionnel après l'article 17

Il est inséré après l'article 69 de la loi n° 84-48 du 24 janvier 1984 relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit un article 69 bis ainsi rédigé :

« Art. 69 bis — Par dérogation aux dispositions du second alinéa de l'article 65 et du premier alinéa de l'article 69, les agents des marchés interbancaires sont autorisés à servir d'intermédiaires entre les intervenants sur les marchés de titres négociables non susceptibles d'être inscrits à une cote d'une bourse de valeurs. Les conditions....

... par décret ».

ANNEXE

MINISTÈRE DE L'ÉCONOMIE
DES FINANCES ET DU BUDGET

DIRECTION DU TRÉSOR

BANQUE DE FRANCE

**DEUXIÈME NOTE D'ORIENTATION
SUR
L'OUVERTURE DU MARCHÉ MONÉTAIRE**

30 OCTOBRE 1985

Comme l'indiquait la première note d'orientation sur l'ouverture du marché monétaire diffusée au début du mois de septembre, le décloisonnement du marché de l'argent répond à un triple objectif :

- accroître le nombre et la qualité des instruments mis à la disposition des emprunteurs et des prêteurs de façon à mieux répondre à leurs besoins tant en termes de ressources que d'emplois ;
- lever l'un des obstacles à la rénovation des méthodes de régulation monétaire suivies dans notre pays ;
- sortir de l'alternative réductrice du financement soit par les obligations soit par la monnaie en développant des instruments financiers négociables sur un marché.

Les travaux et les consultations qui se sont déroulées tout au long des mois de septembre et d'octobre ont permis de constater que cette réforme et ses objectifs faisaient l'objet d'un large accord. Les réserves ou les interrogations portent pour l'essentiel sur les modalités et les délais de mise en œuvre.

A la suite de ces travaux et de ces consultations, les autorités monétaires ont établi cette nouvelle note d'orientation. Celle-ci tient compte des préoccupations qui se sont exprimées. Elle précise davantage ce que pourraient être les aspects techniques de la réforme envisagée.

A l'issue de l'ultime concertation que devrait engager cette seconde note, elles arrêteront définitivement les modalités techniques de l'ouverture du marché monétaire.

Les orientations qu'elles présentent aujourd'hui se fondent sur deux grands principes quant à l'organisation future du marché des titres négociables de durée courte et moyenne.

1. La collecte des ressources doit se faire à armes égales, mais les marchés existants ne doivent pas être déstabilisés.

L'idée que la concurrence dans la collecte des ressources des épargnants doit être égale entre les établissements de crédit, le Trésor, les entreprises, est une idée force que partagent les autorités monétaires. Elle signifie que tout emprunteur doit pouvoir émettre des titres de créances négociables sur toutes les échéances de quelques jours à sept ans, seuil du marché obligataire, avec pour seul critère de choix de la part des investisseurs, la qualité de la signature et le taux d'intérêt offert.

La mise en œuvre immédiate d'un tel principe présenterait toutefois un grave risque de déstabilisation pour le marché des titres négociables longs, c'est-à-dire le marché obligataire. C'est pourquoi, tout en affirmant qu'elles visent à terme l'unification complète du marché des titres négociables, les autorités monétaires croient sage de proposer de ne procéder que par étapes à cette réforme.

Ce souci de prudence conduirait à ne pas modifier la réglementation des dépôts à terme et des certificats de dépôts qui en permettent la mobilisation. Il conduirait de même à fixer à six mois la durée maximale des billets de trésorerie, nom que prendraient en définitive les titres négociables émis par les entreprises. Il conduirait enfin à ne pas ouvrir le marché des bons du Trésor à intérêt variable.

2. L'épargne publique doit être convenablement protégée sans que pour autant les formalités interdisent aux émetteurs potentiels de se présenter dès à présent sur le marché. Ce double souci conduit les autorités monétaires à suggérer un dispositif d'information du public qui se renforcerait progressivement selon un calendrier connu au départ.

Enfin les autorités monétaires sont conscientes des conséquences possibles de la création du marché des billets de trésorerie sur les comptes d'exploitation des banques. Elles sont aussi convaincues que les banques sauront répondre à ce défi tant par une amélioration de leur productivité que par une tarification plus adaptée des services qu'elles rendent aux entreprises comme aux particuliers.

I. — LE FONCTIONNEMENT DES MARCHES DES NOUVEAUX TITRES NEGOCIABLES

A. — La création d'un marché de billets de trésorerie

La dénomination de « papier commercial » retenue à titre provisoire par la note d'orientation de la Direction du Trésor a été jugée inadaptée par la Place. Elle suggère le terme de « billets de trésorerie ». C'est celui que les autorités monétaires proposent de retenir.

1) Le fonctionnement du marché

a) Les émetteurs

Toutes les entreprises hormis les banques sous leur signature

Toutes les personnes morales résidentes, autres que l'Etat et les banques pourraient émettre des billets de trésorerie. Pour que le marché puisse s'établir sur des bases claires reflétant bien la situation financière propre de l'entreprise émettrice, ces billets ne pourraient pas être cautionnés.

La question de savoir si les sociétés financières, qui ne peuvent aux termes de la loi bancaire, recevoir des dépôts, pourraient émettre des billets de trésorerie dans les conditions de droit commun doit être examinée de façon plus approfondie.

Les billets n'auraient pas à être « causés »

Il avait été envisagé de demander aux dirigeants d'une entreprise voulant émettre des billets de trésorerie de déclarer qu'ils avaient « fait toutes les diligences utiles pour s'assurer que le volume émis est compatible avec l'importance des engagements souscrits par ailleurs et que l'émission a pour objet de financer les créances commerciales et le stock de marchandises ». Ces déclarations auraient dû être certifiées par une autre personne.

La concertation a fait ressortir que ces garanties seraient illusoirs et coûteuses. Les autorités monétaires proposent donc d'y renoncer : les billets de trésorerie n'auraient pas à être « causés ». Ils pourraient donc être émis par les sociétés holding, ce qui répondrait à une demande des entreprises :

b) Les caractéristiques des billets

Le montant de la coupure serait de 10 millions de F. Cela signifierait en pratique que pour une large gamme d'investisseurs, notamment les particuliers, la détention de billets de trésorerie serait indirecte, par l'intermédiaire d'organismes de placement collectif comme les SICAV et les fonds communs de placement.

Les billets de trésorerie pourraient être émis pour toutes les durées jusqu'à 180 jours. Leur durée minimale serait de dix jours par souci de cohérence avec le dispositif futur en matière de certificats de dépôts puisque la durée minimale de ceux-ci ne pourra pas en effet être abaissée en deçà de quelques jours sauf à aboutir à une rémunération des dépôts à vue. Leur taux d'intérêt serait fixe.

La question de la dématérialisation des billets de trésorerie a été posée. Beaucoup y sont favorables car une telle solution abaisse le coût des transactions. Mais, au moins au départ, il serait sans doute plus approprié de ne pas figer une formule dont l'expérience des valeurs mobilières montre qu'elle ne s'impose que progressivement. Les billets de trésorerie ne seraient donc pas dématérialisés dans l'immédiat. En revanche, la domiciliation bancaire des souscriptions, des paiements d'intérêts et des amortissements serait obligatoire pour garantir la bonne information des autorités monétaires et la sécurité du marché.

La fiscalité des billets de trésorerie avait déjà été décrite dans la note d'orientation. Par rapport à cette description, deux points méritent d'être précisés :

- les organismes sans but lucratif paieraient l'impôt sur les revenus de leur portefeuille de billets de trésorerie au taux de 10 % et non de 24 % comme l'indiquait de façon inexacte la note d'orientation.
- l'exonération des primes d'émission inférieures à 5 % du nominal dans le cas où les détenteurs seraient indirectement des particuliers, conduirait à une exonération fiscale totale. Les billets de trésorerie devraient donc être émis sans prime pour éviter cette anomalie.

Enfin les émetteurs de billets de trésorerie pourraient librement racheter leurs titres sur le marché.

c) La protection de l'épargne

Si l'intervention d'organismes de « rating » n'est pas absolument nécessaire au démarrage du marché, elle n'en reste pas moins hautement souhaitable. En ce domaine l'initiative ne peut émaner des Pouvoirs Publics. Ceux-ci verront toutefois avec faveur les projets qui se feront jour.

Les émetteurs de billets de trésorerie devraient avoir publié des comptes semestriels certifiés, le cas échéant consolidés. A partir d'une date qui pourrait être le 1^{er} juillet 1986, il leur serait en outre demandé de publier une situation trimestrielle de l'actif réalisable et disponible et du passif exigible à court terme. A cette date ils devraient également respecter toutes les obligations des sociétés cotées notamment en matière d'information. Enfin à une date qui reste à fixer, ils devraient publier des comptes trimestriels.

La vérification de la bonne exécution de ces obligations d'information pourrait être déléguée par les autorités monétaires à la Commission des Opérations de Bourse de façon à assurer la cohérence du dispositif d'information des sociétés faisant appel public à l'épargne.

L'idée de demander aux émetteurs de billets de trésorerie d'entretenir un encours minimum ne semble pas devoir être retenue car elle est contraignante sans que ses avantages apparaissent déterminants. Les autorités monétaires devraient toutefois être très attentives à ce qu'un véritable marché se crée et à ce que les entreprises n'utilisent pas le marché des billets de trésorerie pour déguiser des opérations ponctuelles de « face à face ».

d) Le rôle des intermédiaires

Outre le rôle, déjà signalé, des banques en matière de domiciliation des opérations, les intermédiaires interviendraient à deux titres.

Mise en place d'une ligne de crédit de substitution

Une ligne de crédit de substitution serait exigée de tout émetteur. Cette ligne serait spécifique, de manière à permettre aux autorités monétaires d'en contrôler l'existence. Elle serait égale à 95 % au moins de l'encours. Ce plancher pourrait être ultérieurement abaissé.

Le chiffre de 95 % signifierait que les lignes de substitution ne sauraient être considérées par quiconque comme une quelconque forme de garantie donnée par un banquier à une entreprise. En toutes circonstances les détenteurs de billets de trésorerie seront traités comme les créanciers de droit commun. Ils ne pourront se retourner contre une banque qui aurait participé à la mise en place d'une ligne de crédit de substitution. Le seul objet des lignes de crédit de substitution serait de procurer des ressources à l'émetteur dans le cas où le marché de ses billets de trésorerie viendrait à se réduire.

Toutes les banques françaises ou étrangères soumises au contrôle des autorités françaises pourraient délivrer des lignes de crédit de substitution qui pourraient être en francs ou en devises.

Conformément au droit commun, les lignes de crédit de substitution ne seraient astreintes au système de réserves obligatoires sur les crédits que dans la mesure où elles feraient l'objet d'utilisation. Leur prise en compte dans les ratios de couverture des risques sera fixée par les autorités compétentes.

Placement et négociation

Les établissements de crédit joueront à coup sûr un rôle majeur pour placer les billets de trésorerie et faciliter leur négociation. Ils n'auraient toutefois aucun monopole.

Une disposition législative autorisera les agents des marchés interbancaires à intervenir sur ce marché comme sur celui des bons du Trésor, des bons émis par les institutions financières spécialisées et des certificats de dépôt.

2) La mise en œuvre de cette réforme

La création des billets de trésorerie ne peut résulter d'une disposition réglementaire d'application de la loi bancaire. Ni l'article 12-4 qui définit une exception au champ d'application de la loi, ni l'article 103 qui prévoit qu'un décret en Conseil d'Etat définit les conditions d'application de la loi, ne permettent de fonder une telle réglementation.

Des dispositions législatives expresses sont donc nécessaires. Elles seront très prochainement soumises au Parlement. Elles permettront de fixer les règles relatives

- à l'identité des émetteurs et à leurs obligations
- aux caractéristiques générales auxquelles devront répondre les billets de trésorerie
- et, d'une manière générale, au bon fonctionnement du marché.

B. — L'ouverture du marché des bons du Trésor

1) Le fonctionnement du marché

a) Les instruments

La consultation de la place a fait apparaître que l'animation du marché secondaire et la cotation des bons seraient facilitées par une normalisation de leurs caractéristiques :

- s'agissant des bons à taux variable, qui n'auraient pas à être concernés par l'ouverture du marché monétaire, il conviendrait de changer légèrement de méthode d'adjudication. Au lieu de mettre les soumissionnaires en compétition sur la base de la marge d'intérêt qu'ils sont prêts à accepter pour un certain montant nominal de bons, il leur serait demandé le prix auquel ils seraient prêts à acquérir un produit standard, indexé sur le taux du jour sans marge.
- s'agissant des bons à taux fixe, les seuls qui seraient concernés par l'ouverture, le nombre des catégories de bons peut sembler excessif. En effet, outre les IPA (bons à intérêts payés d'avance) il existe des bons à intérêts mensuels (BTM), des bons à intérêts trimestriels (BTT), des bons à intérêts semestriels (BTS) et des bons à intérêts annuels (BTA). Certains de ces instruments paraissent mal adaptés aux négociations sur le marché secondaire. Ces bons seraient donc pour les plus courts (durée à l'émission inférieure à un an), du type IPA, et pour les longs (durée à l'émission supérieure à un an) du type BTA. Une plus grande fongibilité des bons devrait être recherchée en normalisant les dates de paiement de coupons et les taux nominaux. Enfin, les soumissionnaires aux adjudications devraient être mis en concurrence sur la base du prix d'acquisition.

Si ces propositions recueillent le consensus de la Place, le Ministère de l'Economie, des Finances et du Budget veillera à adapter sa politique d'émission en conséquence.

b) Les procédures

Les techniques d'émission

Les propositions contenues dans la note d'orientation sur la réforme du marché monétaire ont recueilli l'assentiment de la Place :

- recours à des procédures d'adjudication « à la hollandaise » ou « à la française » ;
- possibilité de prévoir un mécanisme d'« offres non compétitives » ;
- possibilité pour de nouveaux soumissionnaires d'intervenir directement dans les adjudications, les établissements de crédit qui transmettraient leurs ordres à la Banque de France pouvant leur demander un dépôt préalable de garantie.

Les techniques de conservation

Les bons du Trésor émis en comptes courants continueraient d'être comptabilisés dans les livres de la Banque de France. La gestion de ces comptes se ferait suivant un système analogue à celui des valeurs mobilières en SICOVAM. Les établissements de crédit seraient teneurs de compte et interlocuteurs uniques de la Banque centrale. Ce mécanisme à deux étages réglerait du même coup les problèmes de secret professionnel qui peuvent se poser.

Les techniques de négociation

Le marché des bons en comptes courants continuerait de fonctionner sur un mode décentralisé. De la sorte, les prix de cession pourraient être différents selon les quantités souscrites et selon les établissements pour des bons de même échéance mis en vente au même moment.

Pour assurer la transparence du marché, les intermédiaires pourraient publier leurs taux sur bons du Trésor comme certains publient déjà des taux sur les billets à ordre négociables, les certificats de dépôt ou les créances hypothécaires.

C'est la Banque de France qui relèverait et diffuserait les taux constatés sur les différents compartiments de marché.

En ce qui concerne la liquidité du marché, il a été demandé si les banques qui se porteraient contrepartie d'ordres d'achat des investisseurs pourraient vendre des bons à découvert. La question est complexe, notamment sur le plan juridique. Elle devra être examinée de façon approfondie compte tenu de son importance pour le bon fonctionnement du marché.

2) La mise en œuvre de la réforme du marché des bons du Trésor

En raison de l'importance de l'encours des bons du Trésor à taux fixe en comptes courants, il ne serait pour l'instant envisagé de n'ouvrir le marché que pour les bons du Trésor spécifiquement désignés avant leur émission de façon à éviter des perturbations sur le marché et à assurer la mise en œuvre progressive de la réforme. La publicité correspondante prendrait alors la forme d'un communiqué du Ministère de l'Economie, des Finances et du Budget, qui paraîtrait quelques jours avant le dépouillement de l'adjudication. Deux sortes de bons du Trésor en comptes courants coexisteraient donc, ceux dont la détention serait ouverte à tous investisseurs, et ceux dont la détention demeurerait limitée aux opérateurs actuels du marché monétaire. Cette seconde catégorie de bons en comptes courants à taux fixe aurait vocation à disparaître.

La progressivité de l'ouverture du marché des bons du Trésor en comptes courants ne ferait pas obstacle à la normalisation des instruments. Les deux questions sont indépendantes. Il serait donc possible de procéder rapidement à cette normalisation.

Par souci d'égalité de concurrence, la coupure des bons du Trésor négociables serait fixée à 10 millions de francs et leur durée minimale à dix jours.

c) Les bons des institutions financières spécialisées

Les institutions financières spécialisées pourraient émettre des bons présentant les mêmes caractéristiques que ceux du Trésor.

Elles devraient se soumettre aux mêmes règles de protection de l'épargne que les émetteurs de billets de trésorerie. Elles n'auraient toutefois pas à disposer obligatoirement d'une ligne de crédit de substitution.

Leur politique de collecte de ressources devrait être conduite de telle manière qu'un ratio au moins égal à un soit maintenu entre la durée moyenne restant à courir de leur passif emprunté et la durée moyenne restant à courir de leur actif prêté. Cette règle dont les modalités seraient arrêtées en concertation avec les IFS aurait pour objet d'éviter qu'elles ne s'engagent dans un processus de transformation.

II. — L'INSERTION DANS LA POLITIQUE FINANCIERE

A. — La politique monétaire

Comme l'a déjà indiqué la note d'orientation de la Direction du Trésor, la création et le développement des instruments négociables sur toutes les échéances devraient permettre d'assurer le contrôle indispensable de l'évolution de la masse monétaire par des variations des taux d'intérêt. Ces taux devront eux-mêmes être pilotés par une politique d'intervention des autorités monétaires sur les différents compartiments du futur marché unifié et par une modulation du niveau des réserves obligatoires.

Pour l'année 1986, année au cours de laquelle le volume des émissions des instruments nouveaux demeurera limité, aucune modification radicale des instruments de la politique monétaire ne s'impose. Ceci n'exclut toutefois pas une refonte des agrégats monétaires, dont l'objectif serait à la fois de définir dès le départ la place précise des nouveaux instruments dans l'ensemble des agrégats, de permettre une évolution progressive vers un contrôle par les taux et de répondre au souci d'égaliser les conditions de la concurrence.

Cette refonte et ses conséquences monétaires sont présentées par ailleurs au Conseil National du Crédit.

B. — La politique de l'épargne

Les autorités monétaires ont le double souci d'assurer l'unification du marché des titres négociables sans déstabiliser les différents compartiments actuels des marchés de capitaux et sans mettre en péril les conditions d'exploitation des intermédiaires financiers.

Ce souci les conduit à maîtriser la croissance du montant des titres négociables à court et moyen terme qui seront émis. C'est ce qui explique plusieurs dispositions proposées :

- le non-abaissement de la durée minimale à l'émission des certificats de dépôt et le maintien de la réglementation des dépôts à terme dont il a déjà été question ;
- le maintien du plancher d'obligations pour les SICAV de trésorerie. Cette obligation sera étendue aux fonds communs de placement de trésorerie. Les autorités monétaires n'accepteront pas d'OPCVM spécialisés dans les titres négociables courts.

Ces précautions devraient éviter que les particuliers ne cessent d'alimenter les SICAV et par ailleurs inciter les SICAV à diversifier leurs placements tout en accordant une nette priorité aux obligations. Les acquis en matière de développement de l'épargne à long terme pourraient ainsi être consolidés.

C. — La rémunération des dépôts à vue

La rémunération des dépôts à vue est en principe interdite en France. Cette règle est en particulier une contrepartie partielle de la sous-rémunération du service rendu par les banques en assurant la gestion des moyens de paiement. Elle permet aussi d'abaisser le coût du crédit pour les emprunteurs.

Toutefois certains agents se sont vu accorder au cours de l'histoire la possibilité de faire rémunérer leurs dépôts à vue. Il s'agit des entreprises non bancaires admises au marché monétaire (ENBAMM).

La rémunération des dépôts à vue serait désormais limitée aux organismes relevant de la loi bancaire.

Pour tenir compte de la situation propre des ENBAMM concernées, l'application de ce principe n'interviendrait qu'entre le 1^{er} juin 1986 et le 31 décembre 1987, et à l'issue d'une concertation sur ces modalités avec les intéressés.

Il s'appliquerait en principe aux entreprises industrielles et commerciales, aux établissements publics ou semi-publics, aux SICAV et à la Chambre Syndicale des Agents de Change à dater du 1^{er} juin 1986.

Il s'appliquerait aux sociétés d'assurance à dater du 1^{er} janvier 1987. Enfin, en ce qui concerne les sociétés de prévoyance et de retraite, il s'appliquerait dans des conditions et à une date qui seraient arrêtées après une étude de leur situation propre.

D. — L'accès au marché interbancaire

Ce marché d'échange de la trésorerie des établissements de crédit resterait ouvert à tous les organismes soumis à la loi bancaire. Il serait ouvert à ceux de ces organismes qui n'y avaient pas accès.

Toutefois seuls les organismes soumis à la régulation monétaire pourraient emprunter sur ce marché. Ils le feraient dans les mêmes conditions qu'actuellement.

- Il ne serait pas envisagé d'étendre le régime de régulation monétaire aux IFS qui n'y sont pas déjà assujetties (Crédit National, SDR, Crédit Foncier par exemple).

CONCLUSION

L'ouverture du marché monétaire telle qu'elle est proposée à la place se veut une réforme cohérente dans ses perspectives et prudente dans son application :

- cohérente dans la mesure où elle pose le principe qu'un jour les banques, les entreprises et le Trésor pourront émettre des titres de créances négociables d'un montant unitaire élevé et d'une durée allant de dix jours à 7 ans, limite au-delà de laquelle commence le marché des titres négociables à long terme déjà ouvert à tous, que ces titres pourront être souscrits par tous les épargnants et qu'enfin leur régime fiscal et juridique sera aussi proche qu'il est possible.
- prudente dans la mesure où il n'est pas prévu d'ouvrir dans l'immédiat toutes les durées à tous les émetteurs potentiels.