

N° 44

SÉNAT

PREMIÈRE SESSION ORDINAIRE DE 1987-1988

Annexe au procès-verbal de la séance du 14 octobre 1987.

RAPPORT

FAIT

au nom de la commission des Finances, du Contrôle budgétaire et des Comptes économiques de la nation, (1) sur le projet de loi sur les bourses de valeurs.

Par M. Roger CHINAUD,

Sénateur.

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

Voir les numéros :

Sénat : 332 (1986-1987) et 27 (1987-1988).

Marchés financiers.

SOMMAIRE

	Pages
PREMIERE PARTIE : PRESENTATION GENERALE	5
CHAPITRE PREMIER : L'ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL	7
I. Une sphère financière en pleine mutation	7
A. Une tendance de fond : le développement des émissions de valeurs mobilières	8
1. Une réorientation des flux internationaux de capitaux	9
2. Une modification dans le comportement des opérateurs	10
B. Une conséquence : la transformation des marchés	11
1. L'institutionnalisation	12
2. L'internationalisation	13
3. L'apparition de nouveaux instruments financiers	13
a) Des nouvelles formules de rémunération	14
b) La multiplication des clauses particulières	14
c) La couverture des risques	15
II. Deux défis pour les bourses européennes	16
A. Résister à la concurrence américaine et japonaise	17
1. New-York : le poids des "brokers dealers"	17
a) Le contexte juridique	17
b) L'organisation du New-York Stock Exchange	18
2. Tokyo : le monopole des maisons de titres	19
a) Les opérateurs sur le marché financier	19
b) Les opérateurs de bourse	20

	Pages
B. Réussir l'intégration européenne	21
1. Les impératifs communautaires	22
2. Un changement décisif : la transformation de la Bourse de Londres.....	24
a) L'organisation du marché avant le "Big Bang"	24
b) Une transformation devenue nécessaire	25
c) Les préludes	25
d) Une étape décisive : le Big Bang	26
CHAPITRE II : L'EVOLUTION RECENTE DU MARCHE FINANCIER EN	
FRANCE	27
I. Données statistiques	27
II. Le renouveau des marchés traditionnels	31
A. Le développement de la gestion collective	31
B. Le marché des actions	33
1. L'augmentation de l'offre de titres sur le marché	33
a) La diversification des produits	33
b) L'amélioration des structures	33
c) Des mesures incitatives	34
2. La progression de la demande de titres.....	35
a) Les mesures d'ordre fiscal	25
b) La progression sensible des cours des actions cotées depuis 1983.....	36
C. Le marché obligataire	37
1. L'explosion	37
2. Les causes	38
a) Les émetteurs	38
b) La demande de titres	40
c) Le processus d'innovation financière	40
D. La modernisation structurelle et technique du marché financier	43
1. L'amélioration des techniques du marché	43
2. La création d'un marché à terme des instruments financiers (MATIF)	45
III. La mise en place de marchés de titres à court terme	47
1. La nécessité d'une réforme du marché monétaire	47

	Pages
2. La réforme du marché monétaire	48
a) Les nouveaux titres négociables	48
b) Le marché interbancaire	48
IV. Les entreprises se financent de plus en plus sur les marchés monétaire et financier	49
1. Le développement des placements financiers des entreprises.....	49
2. L'augmentation des besoins en fonds propres des entreprises.....	49
V. Les privatisations : un important stimulant	51
 CHAPITRE III : LES ENJEUX DE LA REFORME	 55
 I. Présentation de la réforme	 56
A. Les grands axes	56
1. Remplacer les agents de change par des sociétés de bourse.....	56
2. Prévoir un champ d'activité plus large.....	57
3. Modifier les conditions d'accès à la profession	58
B. Les conséquences	58
1. Une réorganisation du marché des valeurs mobilières	58
a) Une restructuration du marché autour de deux pôles	59
b) Un nouveau dispositif de garantie des donneurs d'ordres	59
2. Un renforcement des moyens de lutte contre la fraude	61
a) Des mesures préventives	61
b) Des mesures générales pour le marché.....	62
c) Un renforcement des pouvoirs de contrôle de la commission des opérations de bourse	62
d) La redéfinition de certains délits	62
C. Une période de transition	63
 II. Eléments d'appréciation	 65
A. Des avantages décisifs... ..	65
B. ...mais également quelques interrogations	66

	Pages
DEUXIEME PARTIE : EXAMEN EN COMMISSION	69
I. Auditions	71
II. Examen du projet de loi	80
III. Examen des articles	84
TABLEAU COMPARATIF	133

PREMIERE PARTIE

PRESENTATION GENERALE

CHAPITRE PREMIER

L'ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

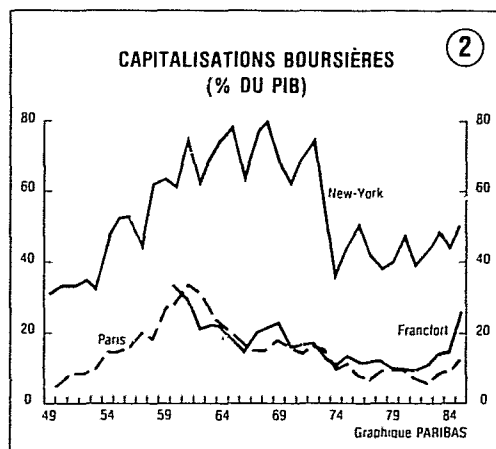
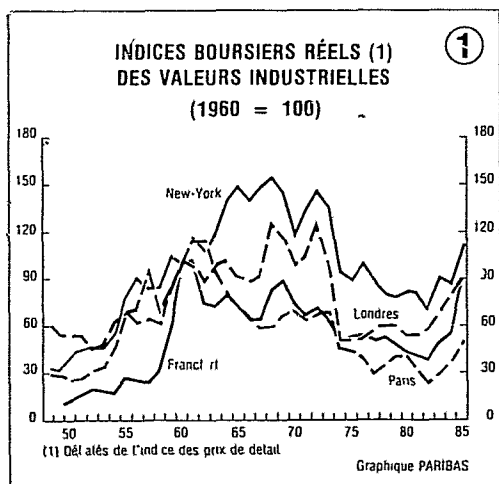
I. UNE SPHERE FINANCIERE EN PLEINE MUTATION

Depuis 1982, l'activité des principales places financières internationales a connu une brusque accélération.

Sensible dans pratiquement tous les secteurs, ce mouvement a cependant pris une ampleur particulière dans le domaine des valeurs mobilières. Ainsi, entre le début de 1982 et la fin de 1986, l'indice du cours des actions a progressé de 304 % à Paris, de 190 % sur les bourses allemandes, de 162 % à Tokyo et de 113 % à New-York. Durant la même période, le volume des transactions - exprimé en milliards de francs - portant sur cette même catégorie de titres a été multiplié par plus de 7 au Japon, par 5,8 à Paris et par 3 à New-York.

Parallèlement, les émissions d'obligations internationales ont enregistré une évolution similaire. Leur montant annuel, qui représentait 28 milliards de dollars en 1980, a dépassé le seuil des 120 milliards en 1985.

Replacées sur une période plus longue, certaines de ces performances présentent cependant un caractère très relatif, comme en témoignent les graphiques suivants :



Ainsi, pour l'essentiel, la valeur réelle des actions sur les différentes places boursières retrouvait, en 1985, un niveau à peu près identique à celui de 1973. Elle restait cependant sensiblement en-dessous des sommets atteints durant la période 1965-1970.

De même, le taux de capitalisation boursière par rapport au Produit intérieur brut (P.I.B.) s'est amélioré de manière très sensible depuis 1982, sans toutefois renouer avec les records enregistrés dans un passé plus ou moins ancien selon les pays.

Ces quelques éléments d'appréciation ne doivent cependant pas conduire à considérer l'actuelle euphorie financière comme un simple phénomène de rattrapage. En effet, la nouvelle expansion des marchés s'inscrit dans un contexte profondément différent de la situation qui prévalait avant le premier choc pétrolier. La vigueur du marché s'analyse en fait comme un nouveau départ sur des bases renouvelées.

A. UNE TENDANCE DE FOND : LE DEVELOPPEMENT DES EMISSIONS DE VALEURS MOBILIERES

La brusque accélération des marchés financiers coïncide avec une modification importante du paysage économique

mondial. Le début des années 80 se caractérise, en effet, par l'apparition de deux facteurs principaux :

- l'amorce d'un vaste mouvement de désinflation mondial, engendré par la chute du prix des matières premières et par la mise en oeuvre de politique salariale rigoureuse dans pratiquement tous les pays industriels;

- l'apparition aux Etats-Unis d'un énorme déficit budgétaire, financé par recours à l'emprunt sous forme d'émission d'obligations. De ce fait, le Federal Reserve System (F.E.D.) a dû maintenir des taux de rémunération suffisamment attractifs afin de capter les capitaux qui s'avéraient nécessaires. La baisse de l'inflation n'a donc pas pu s'accompagner d'une diminution similaire des taux d'intérêt nominaux.

La conjugaison de ces deux phénomènes s'est traduite par **une augmentation sensible des taux d'intérêt réels et par un fort accroissement de l'offre de titres** sur un marché américain traditionnellement caractérisé par un niveau d'épargne relativement faible. De fait, les flux financiers entre pays se sont modifiés, tandis que le comportement des différents opérateurs connaissait une évolution très nette.

1. Une réorientation des flux internationaux de capitaux

Entre 1973 et 1982, le marché international des capitaux est resté dominé par les excédents des pays producteurs de pétrole. Par l'intermédiaire de l'euromarché, les "pétrodollars" se trouvaient en effet réinjectés dans l'économie mondiale sous forme de prêts accordés aux pays en voie de développement. Or, ce circuit s'est trouvé totalement bouleversé par la crise mondiale du début des années 1980.

Confrontés simultanément à la forte augmentation des taux d'intérêt réel et à la baisse de leurs ressources extérieures, les pays en voie de développement ont sombré dans une grave crise d'endettement. De fait, ils sont devenus des clients à hauts risques au moment où s'amenuisaient les excédents des pays pétroliers - principaux piliers du marché des prêts internationaux.

Parallèlement, les Etats-Unis ont commencé à exercer un effet "d'aspiration" sur les capitaux internationaux. En effet,

l'épargne intérieure de ce pays s'avérant insuffisante pour couvrir simultanément le déficit budgétaire et le besoin de financement des entreprises, seul l'appel à une épargne extérieure pouvait permettre d'assurer le développement de l'économie. Toutefois, cette réorientation des flux financiers s'est accompagnée d'une modification fondamentale dans la nature des placements : les opérations sur valeurs mobilières - publiques ou privées - ont remplacé les opérations de crédits.

Dans ce contexte, le Japon et dans une moindre mesure, la République fédérale d'Allemagne, sont devenus de véritables puissances financières. Disposant d'une épargne intérieure abondante, ayant pu réduire le besoin de financement de son administration publique et dégagant d'importants surplus grâce à son excédent commercial, le Japon s'est trouvé à la tête de capitaux considérables pour effectuer des placements rémunérateurs ou stratégiques sous forme d'achat d'actions ou d'obligations aux Etats-Unis mais également dans les autres pays industrialisés.

2. Une modification dans le comportement des opérateurs

Après avoir bénéficié durant de nombreuses années d'une inflation qui allégeait sensiblement - ou même annulait - le coût de leur endettement bancaire, les différents agents économiques ont dû également s'adapter au contexte issu de la crise des années 1980. L'apparition de taux d'intérêt réels élevés a donc entraîné un changement complet dans la hiérarchie tant des modes de financement que des comportements d'épargne.

Ainsi, pour les entreprises, le financement des stocks ou des investissements réels par recours aux crédits bancaires est devenu prohibitif, au moment où leur taux de profit enregistrait une sensible amélioration. Elles ont donc été conduites soit à augmenter leurs fonds propres par émission d'actions ou d'obligations, soit à mobiliser leurs ressources pour effectuer des placements financiers dont le rendement devenait plus attractif que celui des investissements productifs.

Le comportement des épargnants s'est modifié de façon similaire. Le coût effectif d'un emprunt s'est accru dans de fortes proportions tandis que le prix des biens réels - et donc leurs

perspectives de valorisation à court terme - connaissait une évolution moins favorable qu'au cours de la période précédente.

VARIATION DES PRIX MOBILIERS ET IMMOBILIERS

(En pourcentage.)

Tableau 2	1960-1972		1972-1979		1979-1984	
	France	Etats-Unis	France	Etats-Unis	France	Etats-Unis
Logements	+ 15,1	+ 5,1	+ 13,8	+ 10,1	+ 9,5	+ 4,6
Terrains	+ 10,6		+ 11,7		+ 6,2	
Or	+ 4,5	+ 4,3	+ 23,7	+ 26,8	+ 14,5	+ 3,3
Actions	+ 0	+ 6,2	+ 2,5	- 1,2	+ 27,5	+ 8,7
Obligations (*)	6	5	10,8	7,8	13,7	11,8
Prix de détail	+ 4,3	+ 2,9	+ 10,2	+ 8,2	+ 8,6	+ 7,4

(*) Taux de rendement des obligations d'Etat.

Source : PARIBAS

Dans le même temps, les placements financiers redevenaient rémunérateurs, d'où un mouvement de réallocation de l'épargne au profit des valeurs mobilières.

Cet ensemble de facteurs tant nationaux qu'internationaux ont conduit à réactiver simultanément l'offre et la demande de valeurs mobilières. Ils ont donné naissance à un vaste mouvement de "sécuritisation" des marchés financiers, c'est-à-dire à une réduction de la part des crédits bancaires au profit des seules opérations sur titres.

B. UNE CONSEQUENCE : LA TRANSFORMATION DES MARCHES

Soumis à une forte pression devant l'afflux tant des émetteurs de titres que des investisseurs, les différentes places financières connaissent des mutations profondes et souvent

complexes. Toutefois, dans l'ensemble, il est possible de dégager trois mouvements dominants, à savoir : l'institutionnalisation, l'internationalisation et le développement de nouveaux instruments financiers.

1. L'institutionnalisation

Une des caractéristiques les plus marquantes de l'évolution des marchés financiers au cours des dernières années est sans nul doute leur institutionnalisation, c'est-à-dire l'augmentation constante du poids des opérateurs institutionnels dans les transactions.

Ce phénomène de fond, apparemment contradictoire avec le développement de l'actionnariat populaire dans les pays européens, recouvre en fait plusieurs mouvements. Il traduit en effet :

- l'importance croissante des fonds de pensions et des grandes compagnies d'assurances, pour lesquels le marché financier est redevenu un secteur attractif, offrant de fortes possibilités de valorisation et de diversification des actifs;

- le regroupement des investisseurs individuels dans des structures de gestion collective ou organismes de placement collectif des valeurs mobilières (O.P.C.V.M.).

En conséquence, la gestion du marché tend à se concentrer entre les mains d'un petit nombre d'intervenants disposant d'un niveau d'information similaire, travaillant sur des quantités importantes et ayant des réactions relativement proches à l'égard d'un même événement. Cette conjugaison de facteurs se concrétise au plan des transactions par :

- l'apparition d'un marché de "bloc", c'est-à-dire de quantités importantes d'un même titre,

- une grande sensibilité des cours de bourse, induite par les opérations des restructurations de portefeuille portant sur des volumes de titres de plus en plus importants.

2. L'internationalisation

Phénomène déjà ancien, l'internationalisation des marchés financiers tend à s'accélérer depuis le début de 1980, sous l'influence de trois événements :

- d'une part, la volonté de diversification des opérateurs institutionnels, qui souhaitent répartir leurs risques sur une large gamme de valeurs nationales et étrangères,

- d'autre part, le formidable développement de l'informatique, qui permet une meilleure connaissance des places étrangères, mais également qui procure une capacité d'intervention en temps réel sur tous les marchés. Le facteur distance se trouve donc éliminé et grâce à la dématérialisation des titres, une transaction peut désormais être réalisée dans un délai très bref,

- enfin, le vaste mouvement de dérèglementation financière, engagé dès 1981, qui s'est traduit par la quasi disparition de tous les obstacles juridiques limitant les transferts de capitaux entre pays et par la multiplication des réseaux bancaires internationaux.

De fait, on a donc assisté au développement d'un marché international des valeurs, fonctionnant 24 heures sur 24, et portant sur quelques centaines de titres relevant d'une dizaine de pays. Les différentes places financières sont donc entrées dans une concurrence acharnée afin d'offrir aux intervenants de tous pays les meilleures conditions de transaction et l'information la plus performante.

3. L'apparition de nouveaux instruments financiers

Dans ce contexte nouveau, la demande de titres est devenue plus sélective. Les prêteurs s'avèrent plus exigeants et cherchent à obtenir des placements à la fois liquides et rémunérateurs. Parallèlement, les émetteurs privés, dont la situation financière s'est sensiblement améliorée, désirent

obtenir des conditions d'emprunts leur permettant de se couvrir en cas d'évolution - favorable ou non - des taux d'intérêt réels et des cours boursiers.

Confrontés à cette double exigence, les intermédiaires financiers ont dû faire preuve d'imagination pour préserver l'intérêt de leurs clients, et donc leur part de marché. Ce réflexe de défense a donné naissance à une nouvelle génération d'instruments financiers, de plus en plus complexes et offrant aux opérateurs de nouvelles formules de rémunération, mais aussi des moyens pour se couvrir contre les risques.

a) Des nouvelles formules de rémunération

Après l'introduction, durant les années 70, des obligations à taux variables, les formules de rémunération ont fait l'objet d'une sophistication croissante afin d'apporter une réponse aux préoccupations des différents intervenants. C'est ainsi que sont apparus :

- **les obligations à coupon zéro**, qui sont des titres ne donnant pas lieu au versement d'intérêt. La rémunération du porteur est uniquement constituée par la différence entre le prix de remboursement et le prix d'émission du titre. Un tel produit s'avère particulièrement attractif pour les investisseurs des pays où les intérêts sont plus taxés que les plus-values;

- **le démembrement d'obligation** ("Bond stripping") qui consiste, à partir d'une obligation classique, à séparer les coupons du principal et à vendre chacune des composantes comme une obligation à coupon zéro.

- **les obligations à coupon croissant** (ou décroissant), offrant une meilleure adéquation entre le flux des intérêts versés et l'évolution des revenus de l'emprunteur.

b) La multiplication des clauses particulières

Parallèlement, un nombre important d'instruments s'est vu adjoindre des options de remboursement anticipé ou des options de conversion qui modifient profondément les caractéristiques de durée des actifs financiers.

Ainsi, l'**option de remboursement** confère à l'émetteur ou à l'investisseur le droit d'obtenir le remboursement de tout ou partie de l'émission avant son échéance.

De même, l'**option de conversion** permet de transformer un titre donné en un instrument aux caractéristiques différentes. C'est par exemple le cas des obligations transformables en actions.

Enfin, plus récemment, se sont développées des **émissions assorties de "warrants"**, c'est-à-dire de bons de souscription pouvant être négociés séparément et donnant à leurs détenteurs le droit d'acheter des titres de la même société à un certain cours et durant une certaine période. Entrent dans cette catégorie les obligations à bon de souscription d'action (O.B.S.A.) ou les obligations à bon de souscription d'obligation (O.B.S.O.).

c) La couverture des risques

En dépit de leur diversité technique, tous les instruments précédents présentent une caractéristique commune : le dispositif de protection contre le risque se trouve inclus dans le produit financier.

Il est cependant possible d'adopter une démarche différente en dissociant le risque de son support financier. Dans cette situation, le risque est traité séparément et fait l'objet d'une véritable négociation sur un marché spécialisé. C'est ainsi que sont nés :

- **Les contrats à terme ("Futures")** dans le cadre desquels les opérateurs s'engagent à acheter ou à vendre, à une date future, une certaine quantité d'actifs financiers standardisés. Grâce à cet instrument, un émetteur ou un opérateur peut donc se couvrir en prenant des positions opposées sur le marché à terme et sur le marché au comptant, les pertes enregistrées sur l'un étant équilibrées par les gains réalisés sur l'autre. Négocié sur des marchés tel le "London International Financial Futures Exchange" (LIFFE) de Londres ou le Marché à Terme d'Instruments Financiers (MATIF) de Paris, ce type de contrat permet aux agents économiques de se protéger contre les variations des taux d'intérêt, des taux de change ou des indices boursiers.

Les options qui s'analysent comme des contrats conférant la possibilité -et non l'obligation- de vendre ou d'acheter un actif financier à un prix fixé d'avance et à une date déterminée. Moyennant le paiement d'une prime lors de la souscription de son option, l'opérateur prend donc une position lui permettant de bénéficier d'une éventuelle valorisation de l'actif

choisi. Si ces anticipations se révèlent inexactes, sa perte se limite alors au montant de la prime acquittée lors de la négociation de l'option.

*

* *

Soumises à la pression de ces trois principaux phénomènes - sophistication des produits, internationalisation et institutionnalisation des marchés - les différentes places boursières mondiales ont dû s'adapter pour répondre à un impératif : s'intégrer sur un marché des valeurs mobilières devenu mondial.

II. DEUX DEFIS POUR LES BOURSES EUROPEENNES

Jusqu'à un passé récent, le système financier international s'analysait comme une juxtaposition de marchés nationaux, relativement cloisonnés, et auxquels se superposait l'euromarché. Le lien entre ces différents compartiments s'opérait alors grâce au marché des changes.

La mutation de la sphère financière enregistrée depuis le début des années 1980, a progressivement fait disparaître ces clivages. On assiste désormais à l'émergence d'un vaste ensemble financier intégré à l'échelle mondiale. Les différentes places nationales se trouvent donc entraînées dans une dure compétition pour conserver leurs activités et éviter une délocalisation des transactions portant sur leurs titres les plus prestigieux.

Du fait de la nouvelle orientation des flux internationaux de capitaux, les places de New-York et de Tokyo occupent des positions dominantes. Elles constituent donc des concurrents redoutables pour les bourses du vieux continent qui, par ailleurs, doivent se préparer à la création, dès 1992, du grand marché européen.

A. RESISTER A LA CONCURRENCE AMERICAINE ET JAPONAISE

Opérant désormais sur des valeurs du monde entier, l'investisseur, et particulièrement l'investisseur institutionnel, reclame trois types de services :

- **une bonne information** sur le titre auquel il s'intéresse, ce qui suppose l'existence de services d'analyse financière performants,

- **une indication permanente de prix** pour un volume de titres courant et des propositions pour un volume exceptionnel,

- **la possibilité de réaliser une transaction dans un délai très bref**, ce qui nécessite, le cas échéant, une prise de position directe des intermédiaires lorsque le marché lui-même ne peut assurer l'exécution de l'ordre.

A priori, l'investisseur a tendance à se porter sur le marché local, où il peut espérer trouver la meilleure information. Toutefois, il s'en écartera s'il rencontre des difficultés pour faire exécuter ses ordres et s'adressera alors à un autre marché susceptible de lui rendre un service plus performant.

Les différents opérateurs sur les marchés locaux de valeurs mobilières doivent donc répondre à ces exigences. Or, en cette matière, les "brokers" américains et les maisons de titres japonaises disposent d'atouts considérables, comme en témoigne une analyse succincte de la structure des bourses de New-York et de Tokyo.

1. New-York : le poids des "brokers dealers"

a) Le contexte juridique

En vertu du "Glass Steagall Act" de 1933, la législation américaine impose une séparation relativement stricte entre les banques commerciales et les opérateurs sur les marchés financiers. Une telle règle, qui interdit à un établissement

bancaire de détenir une participation majoritaire dans le capital d'un opérateur sur valeurs mobilières, a cependant permis à ces derniers de se constituer un domaine "protégé" particulièrement vaste. En effet, ils peuvent :

- servir d'intermédiaire pour le compte de clients,
- prendre des positions pour leur propre compte,
- exercer le métier d'"investment bank" afin de conduire des émissions ou de conseiller les entreprises,
- gérer des fonds communs de placement par l'intermédiaire de leurs filiales.

Dans ce cadre, les opérateurs ne sont pas tenus à une spécialisation très étroite ni à une forme juridique déterminée. Ils peuvent donc choisir le statut de société anonyme, ce qui peut leur permettre, soit de bénéficier d'actionnaires puissants (Shearson Lehmann est une filiale partielle d'American Express), soit de faire largement appel à l'épargne publique.

b) L'organisation du New-York Stock Exchange

Le New-York Stock Exchange - la plus importante des trois bourses implantées à New-York - est organisé depuis 1971 sous la forme d'une société anonyme. Elle comprend plus de 1.300 membres, tous intermédiaires financiers, et qui peuvent exercer trois sortes d'activité :

- les courtiers ("brokers") qui agissent comme intermédiaires entre le client et le marché. Ils sont rémunérés par une commission, négociable depuis 1975;

- les négociants ("dealers") qui prennent des positions pour leur propre compte en se portant contrepartie;

- les spécialistes ("specialists") dont le rôle est d'assurer la liquidité du marché pour les valeurs dont ils ont la responsabilité. A cet effet, ils sont tenus de se porter contrepartie pour les titres qu'ils surveillent, dans la limite de leur capacité financière. De plus, ils effectuent les cotations et sont chargés d'exécuter les ordres transmis par les brokers ou les dealers.

En fait, les deux premiers types d'activité sont exercés par les mêmes institutions, agissant alors en tant que courtiers-négociants ("brokers dealers"). Ces établissements - qui pour certains présentent un poids financier comparable à celui de banques commerciales - disposent cependant de capitaux propres

relativement faibles (5,6 % du total de leur bilan). En effet, la négociation de titres - qui demeure leur activité la plus rentable - est largement couverte par un endettement contracté soit auprès de leurs clients, soit sur le marché monétaire.

Ainsi, l'existence d'une communauté particulièrement active d'opérateurs agissant simultanément comme intermédiaires et comme négociants est l'une des principales caractéristiques du marché financier de New-York. Grâce à leurs activités d'"investment bank", ces intermédiaires disposent en outre d'un savoir faire considérable dans le domaine de l'ingénierie financière. En fait, le dynamisme et la liquidité des marchés américains reposent, pour l'essentiel, sur ces "brokers dealers".

2. Tokyo : le monopole des maisons de titres

Le marché japonais des valeurs mobilières est également l'un des plus importants du monde. En juin 1986, la capitalisation boursière des grandes sociétés nippones cotées au Japon s'élevait à 1.400 milliards de dollars. Parallèlement, le volume des transactions boursières enregistré au Japon en 1985 représentait 392 milliards de dollars contre 970 milliards au New-York Stock Exchange.

a) Les opérateurs sur le marché financier

A l'instar de ce qui existe aux Etats-Unis, la législation japonaise impose une stricte séparation entre les opérations de banque et les activités sur titres. Celles-ci ne peuvent donc être réalisées que par les "maisons de titres" qui disposent d'un monopole de droit sur le marché financier. Constituées obligatoirement sous la forme de sociétés anonymes et devant être agréées par le Ministère des Finances, les maisons de titres ont le choix entre quatre types d'activité :

- participer à des syndicats d'émission;
- contribuer au placement des titres par l'intermédiaire d'un réseau de vente;
- servir d'intermédiaire sur le marché secondaire;
- prendre des positions ~~sur~~ leur propre compte.

Pour chaque catégorie d'intervenant, le Ministère des Finances fixe un capital minimum. En fait, les établissements les plus importants exercent les quatre types d'activité.

En revanche, la gestion de portefeuille ou de fonds de placement n'est pas considérée comme une opération sur titres. Toutefois, les maisons de titres ont su s'intégrer dans ce secteur par l'intermédiaire de filiales en principe indépendantes.

b) Les opérateurs de bourse

Les maisons de titres ne sont pas de droit membres d'une bourse. En effet, le nombre d'adhérents étant très contingenté, il est nécessaire d'acquérir son siège après avoir reçu un agrément spécifique du Ministère des Finances.

Dans ce contexte, une maison de titres non membre de bourse doit obligatoirement passer ses ordres à un intermédiaire ayant accès à la bourse.

En outre, parmi les membres de bourse, on distingue deux catégories d'intervenants :

- le **membre régulier** ("Regular member") qui peut acheter ou vendre des titres pour son propre compte ou pour celui de ses clients. Il n'est cependant pas tenu de se porter systématiquement contrepartie. Dans le cadre de leurs activités, ces membres réguliers disposent de facilités importantes vis-à-vis du système bancaire. Ils peuvent en effet contracter des emprunts ou refinancer les prêts de titres qu'ils accordent à leur client, sous réserve que leur endettement n'excède pas dix fois le montant de leur actif net.

- Le **"Saitori"** est un membre de bourse ayant un rôle particulier. En effet, il a pour mission de procéder à la cotation des titres dont il est responsable. Ne disposant pas de la faculté de se porter contrepartie, il se contente d'enregistrer et d'exécuter les ordres qui lui sont transmis par les membres réguliers. Les cours sont donc déterminés par la seule loi de l'offre et de la demande. En outre, le "Saitori" assure la surveillance des transactions qui se déroulent directement entre les intermédiaires. Du fait de l'encadrement très strict de leur activité, les "Saitoris" ont généralement un poids financier beaucoup moins important que les membres réguliers.

Dans l'ensemble, le marché boursier japonais se trouve donc largement dominé par les maisons de titres ayant obtenu

une licence pour exercer toutes les activités sur valeurs mobilières.

Or, dans un contexte marqué par l'abondance de capitaux nippons et par une relative saturation des émetteurs locaux, ces maisons de titres ont eu naturellement tendance à développer leurs activités à l'étranger, par l'intermédiaire de filiales. Une telle stratégie leur a en outre permis d'accéder au métier de banquier lorsque la législation du pays d'accueil ne s'y opposait pas. De fait, les maisons de titres japonaises ont su créer un véritable réseau international, financièrement puissant et capable d'opérer sur l'ensemble des grandes places financières.

B. REUSSIR L'INTEGRATION EUROPEENNE

Face à la montée en puissance des places et des opérateurs japonais ou américains, l'ambition légitime des bourses européennes comporte deux aspects complémentaires :

conserver un rôle directeur pour les transactions concernant les titres émis par des opérateurs nationaux, et plus particulièrement par les plus prestigieux d'entre eux;

- s'intégrer dans la compétition mondiale en développant des opérations portant sur des valeurs étrangères.

Dans ce contexte, chaque place financière européenne, prise individuellement, aurait certes pu envisager de cultiver ou d'accentuer ses caractéristiques propres. En s'orientant vers une certaine forme de spécialisation, les bourses du vieux continent pouvaient espérer capter une clientèle d'opérateurs recherchant des conditions spécifiques pour réaliser une partie de leurs transactions.

Toutefois, les contraintes liées au processus d'intégration européenne rendent impraticable une telle stratégie. Les perspectives ouvertes par l'adoption de l'Acte unique européen et la récente transformation de la Bourse de Londres devraient en effet conduire les autres places financières de la C.E.E. à évoluer vers une structure proche du modèle international.

1. Les impératifs communautaires

L'Acte unique européen, adopté en décembre 1986, fixe aux Etats membres de la C.E.E. un objectif particulièrement ambitieux : réaliser, avant le 31 décembre 1992, un vaste marché intérieur, c'est-à-dire un espace sans frontières dans lequel sera assurée la libre circulation des personnes, des marchandises, des services et des capitaux.

Dans cette optique, l'intégration financière apparaît comme un élément primordial. Elle constitue en effet le fondement de tout espace économique commun, en autorisant une véritable capacité d'intervention et une meilleure allocation des ressources au sein de la C.E.E. Mais, l'intégration financière suppose que disparaissent toutes discriminations affectant la libre circulation des capitaux et des services financiers.

Ces deux objectifs figurent donc parmi les priorités retenues par la Commission européenne et dès 1986, des mesures pratiques ont été adoptées.

S'agissant de la libéralisation des mouvements de capitaux, il a été décidé de procéder en deux étapes, dont la première a déjà été franchie à la fin de l'année dernière.

En effet, la directive du 17 novembre 1986 a permis de progresser dans trois domaines :

- les crédits commerciaux à long terme : la directive aligne leur régime sur celui des crédits à court et moyen terme déjà libérés. Ce régime oblige les Etats membres à accorder toutes les autorisations de change nécessaires aux transactions portant sur les différents titres financiers, qu'ils soient ou non cotés en bourse;

- les transactions sur titres : la directive applique la liberté inconditionnelle à toutes les opérations d'acquisition de titres à moyen et long terme et supprime la distinction faite jusqu'à présent entre titres négociés ou non en bourse et les parts d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières (O.P.C.V.M.), tels, en France, les S.I.C.A.V. et les fonds communs de placement;

- les émissions étrangères sur les marchés nationaux : la directive institue notamment l'admission sur les marchés

financiers de chaque Etat membre des titres émis par des sociétés non résidentes de la Communauté.

Applicable dès le 1er mars 1987, la directive du 17 novembre 1986 modifie pour la première fois depuis 1962 le régime de la libre circulation de capitaux. Elle consacre, en réalité, une libéralisation qui était déjà effective dans de nombreux pays (ceux du Nord) de la Communauté, dont la France.

La seconde phase de la libéralisation des mouvements de capitaux se poursuivra par la création des conditions "légales" d'un véritable marché financier en Europe. A cet effet, la Commission prépare un nouveau projet de directive tendant à achever la libéralisation en l'étendant aux autres opérations financières qui n'ont pas encore été visées, c'est-à-dire les prêts financiers en monnaie nationale à des non-résidents, les transactions sur titres des marchés monétaires, la constitution de comptes en devises pour les résidents et les non-résidents.

Parallèlement, des progrès importants ont été enregistrés dans le domaine des services financiers. En particulier, dans un arrêt rendu en décembre 1986 à l'occasion d'un contentieux en matière d'assurances, la Cour de justice des Communautés européennes a confirmé que les activités des intermédiaires exerçant régulièrement leurs fonctions dans un Etat membre ne peuvent pas être restreintes par la réglementation d'un autre Etat lorsque ces activités ont été libérées. De même, les autorités communautaires ont pris l'initiative d'un rapprochement des organismes nationaux chargés des livraisons et des compensations de titres afin d'améliorer l'exécution des transactions intracommunautaires sur valeurs mobilières.

Une telle évolution d'ensemble, qui devrait s'achever en 1992, s'appuie en outre sur un principe nouveau : celui de la reconnaissance mutuelle des législations et des réglementations nationales. L'effort d'harmonisation de ces législations ne constitue donc plus un préalable à la libéralisation des mouvements de capitaux et des prestations de services.

La création d'un vaste marché financier européen et la mise en concurrence directe, sur l'ensemble des places, des intermédiaires de différents pays, devraient conduire à une certaine uniformisation des modes d'organisation et de fonctionnement des marchés. Toutefois, à l'évidence, cette ouverture doit être précédée d'un effort d'adaptation intérieur

afin d'éviter une marginalisation des structures les plus faibles. Or en ce domaine, la récente transformation de la place financière de Londres donne la mesure de la concurrence qu'il faudra affronter.

2. Un changement décisif : la transformation de la Bourse de Londres

L'évolution récente des structures de la Bourse de Londres (1) fournit un exemple caractéristique des mutations rendues nécessaires pour s'adapter aux grandes tendances du marché des titres.

Traditionnellement organisé sous la forme d'un marché dirigé par les prix, le London Stock Exchange a en effet connu, le 27 octobre 1986, une véritable révolution. Plus souvent évoquée sous le nom de " Big Bang", cette vaste opération a permis d'opérer un bouleversement complet dans la structure des intermédiaires sur valeurs mobilières.

a) L'organisation du marché avant le "Big Bang"

Jusqu'à une date récente, le fonctionnement du London Stock Exchange reposait sur un principe essentiel : la notion de capacité simple. En pratique, cette règle imposait une séparation très nette du rôle et des activités des deux catégories d'intermédiaires, à savoir :

- Le "**brocker**", seul habilité à recevoir directement les ordres des clients. Intervenant comme simple intermédiaire et rémunéré par une commission fixe, il n'avait pas la possibilité de se porter contrepartie, c'est-à-dire d'acquérir les titres pour son propre compte. Il était donc conduit à s'adresser à un autre opérateur - le "**Jobber**" - pour exécuter les transactions.

(1) London Stock Exchange

- Le "jobber" était exclusivement chargé d'entretenir un marché pour des valeurs dont il acceptait d'être responsable. Il lui fallait donc afficher en permanence des cours d'achat et de vente pour ces titres, sa rémunération étant constituée par la différence entre les deux prix. De plus, il devait s'engager à se porter systématiquement contrepartie, sans connaître à l'avance le sens de la transaction.

En pratique, après avoir reçu l'ordre de son client, le "broker" cherchait alors le "jobber" proposant le prix le plus avantageux. Dans une telle structure, le "broker" n'avait aucun intérêt direct à influencer le prix de la transaction, sa rémunération étant fixée à l'avance. De même, la concurrence entre "jobbers" incitait ces derniers à offrir les meilleurs prix pour pouvoir effectuer des transactions.

Enfin, pour garantir l'indépendance des intermédiaires financiers, il était prévu qu'un tiers ne pouvait détenir plus de 29,9 % de leur capital (10 % jusqu'en 1981).

b) Une transformation devenue nécessaire

L'ancienne organisation de la Bourse londonienne s'est toutefois révélée inadaptée face à l'internationalisation et l'institutionnalité des marchés. En effet :

- l'accroissement du rôle des investisseurs institutionnels créait une situation difficile pour les jobbers, conduits à absorber des quantités de titres de plus en plus importantes;

- par ailleurs, le système de double rémunération - commission fixe du broker et marge du jobber - rendait les transactions sur la place de Londres particulièrement onéreuses;

- enfin, le poids de la fiscalité sur les opérations de bourse s'avérait pénalisant.

De fait, les principaux investisseurs britanniques commençaient à abandonner la Bourse de Londres et, pour les grandes actions, passaient 90 % de leurs ordres sur le marché de New-York par l'intermédiaire des maisons japonaises ou américaines.

c) Les préludes

A partir de 1984, les autorités britanniques ont adopté différentes réformes visant à enrayer l'expatriation des transactions.

Ainsi, dès cette époque, les négociations de valeurs étrangères ont pu être effectuées par des "dealers internationaux" ayant le droit de se porter directement contrepartie et rémunérés par des commissions négociables.

Parallèlement, le Stock Exchange a développé un marché électronique pour les actions internationales ("SEAIQ International").

Enfin, en mars 1986, le capital des jobbers et des brokers a été intégralement ouvert aux autres institutions. Toutefois, malgré ces innovations importantes, deux fortes contraintes subsistaient: la stricte séparation des activités de jobbers et brokers (règle de "single capacity") et la négociabilité des commissions pour les transactions portant sur les titres britanniques.

d) Une étape décisive : le Big Bang

Le 27 octobre 1986, le principe de simple capacité a disparu. Désormais, chaque broker peut se porter contrepartie et chaque jobber peut entrer en relation directe avec les clients. Tous les intermédiaires sont donc devenus polyvalents, sous l'appellation nouvelle de courtier-négociant ("broker-dealer").

Parmi ces derniers, certains exercent l'activité de "market makers", c'est-à-dire qu'ils s'engagent à "faire le marché" pour une ou plusieurs valeurs. Ils doivent alors se porter contrepartie de façon continue et afficher en permanence un prix d'achat et un prix de vente pour les titres dont ils ont accepté la responsabilité.

Parallèlement, les commissions fixes ont été supprimées et la profession largement ouverte aux Banques et Institutions financières. En effet, les membres de bourses sont désormais des sociétés et non plus seulement des personnes physiques.

Grâce à ces mesures, la place de Londres a pu se doter d'intermédiaires puissants - britanniques ou étrangers -, fortement capitalisés, et ayant d'emblée une vocation internationale. Or, c'est cette concurrence que doivent affronter les courtiers allemands, italiens, et bien évidemment français.

CHAPITRE II

L'ÉVOLUTION RÉCENTE DU MARCHÉ FINANCIER EN FRANCE

I. DONNÉES STATISTIQUES

Depuis quelques années, le marché des capitaux français a démontré sa vitalité et sa créativité.

ÉVOLUTION RÉCENTE DU MARCHÉ FINANCIER

(En milliards de francs)

	1980	1985	1986
● Emissions nouvelles de valeurs mobilières ...	136	390	494
– Actions	24	73	144
– Obligations	112	317	350
● Volume des transactions en Bourse ...	124	908	2 142
– Actions	60	168	424
– Obligations	64	740	1 718
● Capitalisation boursière (fin d'année)	843	2 273	3 127
– Actions	258	675	1 150
– Obligations	585	1 598	1 977
● Actifs des organismes de placement collectif en valeurs mobilières – O.P.C.V.M. – (fin d'année)	67	644	1 009
– S.I.C.A.V.	63	450	707
– Fonds communs de placement – F.C.P. .	4	194	302

Source : Banque de France.

De 1980 à 1986, la valeur des émissions d'actions a été multipliée par six, celle des émissions d'obligations par trois. Au cours de l'année 1986, le volume des actions émises a été deux fois plus important qu'en 1985 alors que la progression du marché des obligations a été beaucoup moins forte. Cette tendance à la décroissance de l'activité des émetteurs d'obligations s'est confirmée en 1987. Elle tient à l'évolution des taux, désormais orientée à la hausse et à la réduction des besoins de l'Etat. De plus, les obligations sont désormais concurrencées par des titres plus courts.

La **progression des transactions** a été très forte. Elles ont été multipliées par six pour les actions entre 1980 et 1986 et par trente pour les obligations.

La **valeur des actions** (capitalisation) a été multipliée par plus de quatre au cours des six années de référence ; celle des obligations par plus de trois. Là aussi, l'année 1986 a entraîné une modification, la place des actions ayant grandi. En 1987, la privatisation accentuera ce phénomène. Quant à l'activité des G.P.C.V.M., organismes de placement collectifs en valeur mobilière, elle a connu une véritable explosion. En 1986 toutefois, en raison de l'incertitude sur les taux, une orientation nouvelle est apparue sur les SICAV, l'encours de celles dont l'actif est sensible à l'évolution des taux a diminué au profit de celles dites régulières dont la gestion est orientée sur une croissance régulière de la valeur.

Le marché de Paris n'a pas été le seul à connaître un tel développement. A-t-il été plus vite ou moins vite que ceux de nos principaux partenaires économiques ?

Les comparaisons entre Paris et les autres places ne sont pas faciles en raison des variations de change et de la définition des valeurs prises en compte.

Les chiffres qui suivent ont été établis par la C.O.B., commission des opérations de bourse, sur la base de statistiques de la C.O.B. et de la Fédération internationale des bourses des valeurs.

Ils montrent que la capitalisation des actions à Paris, comparée en monnaie nationale, a crû plus vite que celle des autres bourses. Pour les transactions sur actions, Paris est également bien placée en monnaie nationale. En dollars, New-York l'emporte, ce qui tend à montrer que les transactions n'ont pas été assez vite pour compenser la hausse du dollar contre le franc.

CAPITALISATION BOURSIÈRE DES ACTIONS

(En millions de monnaies nationales)

	1977	1980	1983	1986	1986-1977	1986-1980	1986-1983
Paris (F.F.)	131,2	247,9	318,4	990,3	+ 655	+ 299	+ 211
N.Y.S.E. (U.S. \$)	796,6	1 190,5	1 522,2	2 128,5	+ 167,2	+ 78,8	+ 39,8
Tokyo (Yens)	51 574	77 075	126 745	285 471	+ 453	+ 270,4	+ 125
Londres (£)	60,1	85,9	155,7	320,7	+ 433	+ 273	+ 106
R.F.A. (D.M.)	136,5	140,5	225,7	500,1	+ 266,4	+ 256	+ 121,6

TRANSACTIONS SUR ACTIONS

(En millions de monnaies nationales.)

	1977	1980	1983	1986	1986-1977	1986-1980	1986-1983
Paris (F.F.)	20,8	56,8	95,5	384,4	+ 1 748	+ 577	+ 302
N.Y.S.E. (U.S. \$)	155,3	374,9	765,3	1 374,3	+ 785	+ 266	+ 79,5
Tokyo (Yens)	21 517	36 497	54 971	160 988	+ 648	+ 341	+ 192,8
Londres (£)	10,1	15,4	28,1	90,6	+ 797	+ 488	+ 222,4
R.F.A. (D.M.)	30,2	32,9	99,3	327,7	+ 985	+ 896	+ 230

N.B. : Les chiffres soulignés sont ceux de la Bourse ayant connu la plus forte variation (de transactions ou de capitalisation selon les cas) sur la période considérée
 Source : C.O.B - F.I.B.V. (chiffres transmis par les bourses étrangères).

EXEMPLE DE DIVERGENCES EN RAISON DE L'ÉVOLUTION DES DEVICES

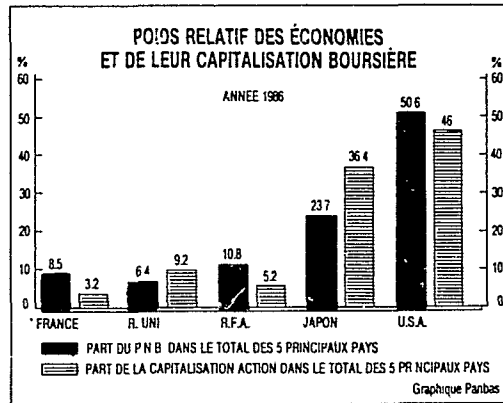
Transactions.

	En millions monnaies nationales				En millions \$		
	1975	1985	1986		1975	1985	1986
	Paris (FF)	31,3	166,1		384,4	(US \$)	7,3
New-York (US \$)	133,7	970,5	1 374,3	(US \$)	133,7	970,5	1 374,3

	Evolution en pourcentage		Evolution en pourcentage	
	1985/1975	1986/1975	1985/1975	1986/1975
	Paris	+ 430	+ 1 128	+ 146
New-York	+ 625,8	+ 928	+ 625,8	+ 928

N.B. : Les chiffres soulignés sont ceux de la Bourse ayant connu la plus forte variation (de transactions ou de capitalisation selon les cas) sur la période considérée.

Malgré les progrès énormes réalisés au cours des dernières années, Paris reste une place de dimension modeste. Elle se situe au niveau de Toronto, Zurich, Amsterdam. Sa capitalisation est égale à 5 % de celle des places américaines, 10 % de celle de Tokyo, 25 % environ de celle de Londres. Si l'on examine la place des bourses par rapport au P.N.B., la France reste encore très en retard sur les grands pays industrialisés comme le fait apparaître le graphique ci-dessous.



La place de Paris n'a pas seulement grandi, elle a aussi évolué en profondeur. Elle s'est modernisée : informatisation, instauration progressive du marché continu, assouplissement du barème des courtages, etc... De nouveaux marchés ont été ouverts, tel que le second marché et le M.A.T.I.F. Maints produits financiers ont fait leur apparition : obligations à bons de souscription, obligations à fenêtre, à coupons zéro, etc...

Le dynamisme du marché a été remarquable. Mais il reste encore très "hexagonal". Bien peu d'entreprises étrangères font coter leurs actions à Paris. La quasi totalité des opérations financières internationales sont montées hors de nos frontières. En outre, le marché financier français souffre de l'absence de charges d'agents de change fortement capitalisés.

Seront successivement examinés le renouveau des marchés traditionnels (marché des actions, marché obligataire, modernisation des structures et des techniques du marché financier), la mise en place de marchés de titres à court terme, le financement des entreprises et le rôle joué par les privatisations.

Les causes de la transformation du marché sont nombreuses. L'une des plus importantes est certainement

l'évolution des taux d'intérêt réels, qui, de négatifs jusqu'en 1979, sont, à partir de 1980, devenus fortement positifs. Le besoin de financement de l'Etat et des entreprises publiques a engendré une forte activité sur le marché des obligations et le développement de titres sans droit de vote. Le désendettement des entreprises a favorisé l'essor des augmentations de capital. L'innovation, intense, a aussi joué un rôle important ainsi que l'évolution économique mondiale favorable à l'assainissement des finances des entreprises.

*

* *

II. LE RENOUVEAU DES MARCHES TRADITIONNELS

Alors que le marché financier représentait il y a 10 ans une source marginale de financement pour l'économie, il en constitue désormais un élément important. Le point de départ de cette évolution date du second semestre 1979 ; les émissions nettes totales de valeurs mobilières, qui étaient jusqu'alors proches de 2 % du P.I.B., en représentaient en 1980 3,4 % et leur essor, interrompu en 1981, s'est poursuivi par la suite pour porter les émissions nettes à environ 6 % du P.I.B. en 1986.

A. LE DEVELOPPEMENT DE LA GESTION COLLECTIVE

La gestion collective a connu en France un succès extraordinaire. Les conditions de son développement avaient été posées dans les années 1960 avec la création des sociétés d'investissement à capital variable (SICAV). En 1979, les fonds communs de placement, d'abord créés dans le cadre restreint des plans d'épargne entreprise, furent ouverts au public.

La faveur de ces deux instruments devait être extraordinaire. Offrant à leurs actionnaires les avantages d'une

gestion professionnelle, les O.P.C.V.M. se sont révélés particulièrement attractifs pour les épargnants petits et moyens, mais également pour les sociétés qui souhaitent réaliser un investissement obligataire, et pour lesquels ils ont apporté une réponse à la sophistication croissante du marché ainsi que des avantages fiscaux par rapport à l'investissement direct (F.C.P. dit "à rotation lente").

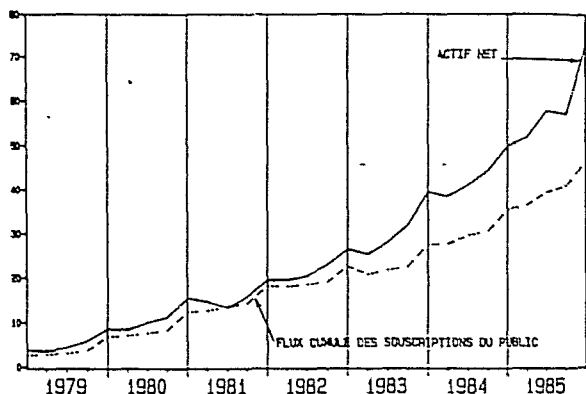
Les actifs gérés par les O.P.C.V.M. ont été multipliés par 15 de la fin 1980 à la fin 1986, date à laquelle il existait plus de 500 SICAV et au moins 2.500 F.C.P. à vocation générale.

Un texte est actuellement préparé par le Gouvernement pour modifier les règles applicables à ces O.P.C.V.M.

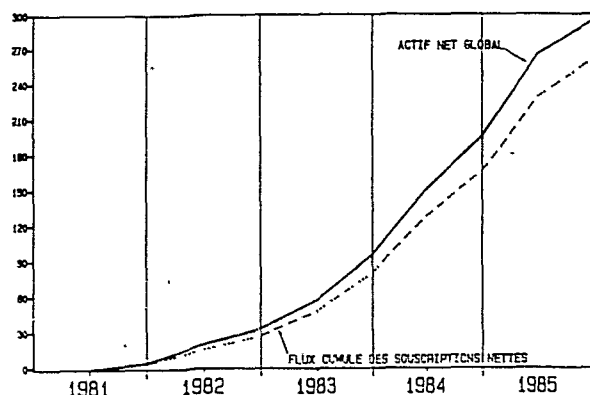
Deux mesures ont contribué à l'essor des SICAV et des F.C.P. La loi Monory a prévu un avantage fiscal pour l'investissement en action. Elle a aussi disposé que pour obtenir le bénéfice de la détaxation les contribuables pouvaient acquérir des SICAV d'actions (dites SICAV Monory) plutôt que d'acheter directement des actions. Le succès a été très grand, beaucoup d'investisseurs préférant passer par les SICAV plutôt que de se porter directement sur la bourse.

La seconde mesure a été constituée par la sévère réglementation des conditions de rémunération des comptes à terme et des bons de caisse qui, à partir de septembre 1981, a provoqué la naissance de nombreux O.P.C.V.M. "court terme". Les décisions de septembre 1981 ont été à l'origine de la prodigieuse fortune des instruments de placement à court terme (F.C.P. et SICAV).

SICAV "Monory" et "C.E.A."
(milliards)



O.P.C.V.M. "court terme"
(milliards)



Source : Conseil national du crédit

B. LE MARCHÉ DES ACTIONS

Cet essor du marché peut être analysé comme étant le produit de deux évolutions favorables, l'augmentation de l'offre de titres sur le marché et la progression de la demande.

1. L'augmentation de l'offre de titres sur le marché

Elle s'explique par trois séries de mesures :

a) La diversification des produits

Les réformes ont eu pour ambition de faciliter l'accès au marché d'entreprises qui, soit du fait de leur taille, soit du fait de la structure de leur actionariat, en étaient éloignées.

Afin de favoriser l'émission de titres d'associés avec des sociétés familiales ou des entreprises nationalisées, des formules de titres d'associés sans droit de vote ont été introduites. Dans la formule des certificats d'investissement instituée par la loi du 3 janvier 1983, le droit de vote est dissocié du titre et distribué aux actionnaires classiques ; il ne peut donc pas, en principe, être recouvré par le détenteur du certificat d'investissement.

b) L'amélioration des structures

Alors que certaines des plus importantes sociétés françaises étaient nationalisées et n'étaient donc plus cotées, il a paru d'autant plus nécessaire de faciliter l'accès aux marchés boursiers des entreprises de taille moyenne. **Un second marché a donc été institué fin 1982. Il a trois objectifs principaux :**

- permettre aux entreprises de taille moyenne d'accéder aux marchés financiers réglementés et faciliter ainsi le renforcement de leurs ressources permanentes (par augmentation de capital ou émission d'obligations) ;

- favoriser des prises de participation dans leur capital par des investisseurs institutionnels (et notamment par des

compagnies d'assurance dont les emplois doivent être réalisés, pour l'essentiel, en valeurs cotées) ;

- renouveler les possibilités de placement en actions sensiblement diminuées par les nationalisations de 1982.

Les conditions requises pour une introduction au second marché sont peu contraignantes par comparaison avec celles du marché officiel :

- la diffusion minimale des titres dans le public est de 10 % du capital contre 25 pour le marché officiel ;

il n'est pas nécessaire que les trois derniers exercices aient été bénéficiaires et aient donné lieu à paiement de dividendes ;

- une révision comptable préalable à l'introduction n'est pas indispensable ;

- l'information préalable des actionnaires ne requiert pas l'édition d'une note d'information visée par la Commission des opérations de bourse.

Le second marché a connu un franc succès dès l'année de sa création (fin 1983, 44 sociétés y étaient inscrites).

Ce succès ne s'est pas démenti par la suite puisqu'au 31 décembre 1986, environ 180 valeurs capitalisant 113 milliards de francs y figuraient. A noter que le second marché a, en outre, largement contribué à la revitalisation des bourses régionales (65 valeurs fin 1986 dont 34 à Lyon).

c) Des mesures incitatives

Afin d'inciter les émetteurs à renforcer leurs fonds propres, les pouvoirs publics ont pris une série de mesures :

- des dispositions d'ordre fiscal comme le renouvellement, depuis 1977, de l'assimilation des frais financiers des dividendes versés aux actions nouvelles ;

- la faculté laissée aux sociétés ayant augmenté leur capital de plus de 10 % de déterminer librement le montant des dividendes distribués ;

- la possibilité ouverte depuis 1983 aux sociétés de proposer à leurs actionnaires le paiement du dividende en actions. Cette formule a connu un succès croissant :

Sociétés inscrites à la cote officielle ayant proposé le paiement de dividende en actions	1983	1984	1985
Nombre de sociétés	7	26	41
Capitaux (en millions)	311	639	1 410

Source Conseil national de crédit.

2. La progression de la demande de titres

La demande de titres a été stimulée par des mesures d'ordre fiscal et par le redressement des marges des entreprises, qui s'est traduit par une hausse sensible des cours des actions.

a) Les mesures d'ordre fiscal

La loi du 13 juillet 1978 dite "Monory", en permettant de déduire (dans la limite de 5.000 F pour un foyer fiscal sans enfant) du revenu imposable des investissements nets en actions françaises, avait pour ambition de relancer l'actionnariat des particuliers. Tel a bien été le cas puisqu'en 1981, année où le régime a été le plus utilisé, 1,5 million de foyers fiscaux bénéficiaient de la détaxation et que le taux de détention d'actions était porté à 10 % du nombre total des foyers.

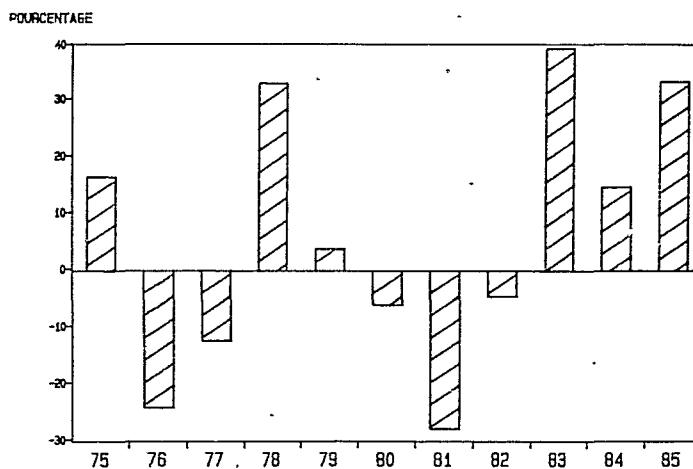
Afin de pallier certains effets pervers du système, une formule plus complexe a pris le relais du régime "Monory". Institué par la loi de finances pour 1983, le **compte d'épargne en actions (C.E.A.)** procure une réduction d'impôt égale à 25 % des achats nets effectués au cours de l'année (dans la limite de 14.000 F pour un couple). Un poids dégressif est toutefois accordé aux opérations selon leur date de réalisation dans l'année. Bien que les montants investis dans les C.E.A. aient été très importants (plus de 10 milliards en 1984), cette formule complexe ne semble pas avoir attiré autant de contribuables que la précédente.

L'économie d'impôt procurée à l'investisseur particulier par ces deux régimes a permis de rentabiliser les achats d'actions alors même que leurs cours chutaient (1981) ou progressaient faiblement (1980-1982). Pendant les phases de hausse des cours, elle constituait naturellement un attrait supplémentaire pour les acquisitions d'actions.

b) La progression sensible des cours des actions cotées depuis 1983

Le graphique suivant, qui retrace la progression de l'indice des cours des actions cotées, montre la rupture intervenue en 1983.

Progression de l'indice des cours des actions françaises corrigé de l'incidence de la hausse des prix sur 12 mois (1)



(1) Indice INSEE en moyenne mensuelle

Source : Conseil national du crédit

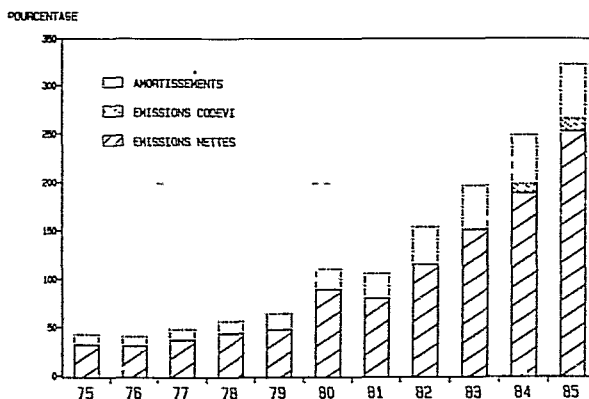
Ce renversement de tendances est également à rapprocher du redressement des taux de marge des sociétés. Celui-ci (part de l'excédent brut d'exploitation dans la valeur ajoutée) qui s'établissait globalement autour de 25 % de 1976 à 1979 avait chuté à moins de 24 % entre 1981 et 1982 ; il a progressé à partir de 1983 pour s'établir en 1985 à 27 %, soit à son niveau des années 1970.

C. LE MARCHE OBLIGATAIRE

1. L'explosion

La forte croissance du marché obligataire est le fait le plus marquant de l'évolution financière de ces dernières années. En 10 ans, les émissions nettes ont été multipliées par 5,7. Même si, du fait de l'importante hausse des taux enregistrée alors, l'année 1981 s'est révélée médiocre, l'essor du marché a débuté au second semestre 1979 et s'est confirmé depuis.

Emissions brutes d'obligations et titres participatifs
(Flux cumulés en fin d'année)



Source : Conseil national du crédit

La progression spectaculaire des émissions d'obligations a entraîné une forte augmentation des produits d'amortissement et d'intérêt dont la plus grande partie a été réorientée dans de

nouveaux emprunts. Ce phénomène d'auto-alimentation a permis de conforter le marché obligataire, mais il en relativise aussi quelque peu le succès. Les émissions nettes des remboursements ont, en effet, augmenté dans de moindres proportions que les émissions brutes et ont même marqué le pas en 1986 par rapport à 1985.

2. Les causes

Trois types de facteurs permettent d'expliquer cette explosion du marché obligataire : les uns tiennent aux émetteurs eux-mêmes, d'autres à la demande de titres, les derniers au mouvement d'innovation qui a touché le marché.

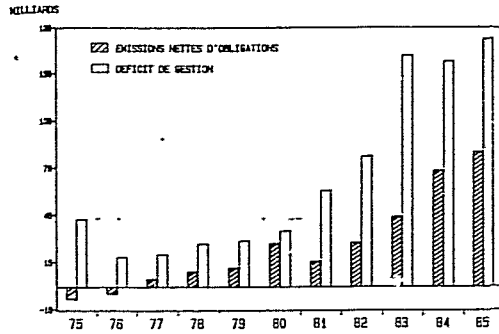
a) Les émetteurs

Les émetteurs potentiels ont été incités à accroître leur offre de titres afin de modérer le financement monétaire de l'économie.

- L'Etat

La période a été marquée par l'augmentation sensible du déficit budgétaire puisque le solde de gestion qui était resté inférieur à 50 milliards jusqu'en 1980 s'est stabilisé à environ 150 milliards de 1983 à 1985. Le mode de couverture du déficit de l'Etat a favorisé le marché obligataire et permis de limiter, sauf en 1983, la création monétaire réalisée au profit du Trésor public.

Couverture du solde budgétaire par le recours au marché obligataire



Source : Conseil national du crédit

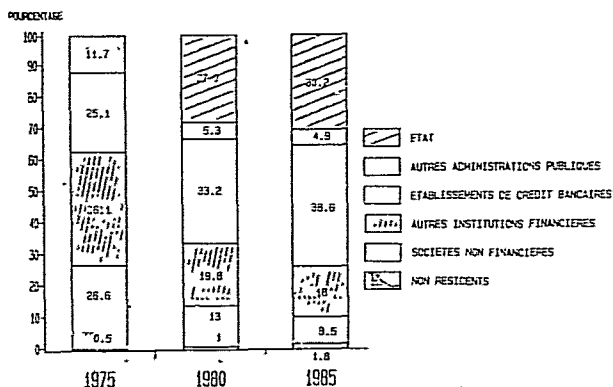
- Les établissements de crédit bancaire

L'encadrement du crédit en vigueur de 1972 à 1984 visait à limiter la création monétaire effectuée par le système bancaire à l'occasion de ces concours à l'économie et laissait donc une grande latitude aux établissements pour se financer par des ressources non monétaires, en particulier par un recours aux marchés obligataires. Ce dernier principe a été maintenu dans le nouveau régime de régulation monétaire mis en oeuvre en 1985.

Par ailleurs, la création en 1983 des comptes pour le développement industriel (CODEVI) a entraîné une augmentation largement artificielle des émissions obligataires des banques. En effet, les règles d'affectation des fonds collectés prévoient qu'une partie des dépôts CODEVI doit être investie en obligations émises à cette fin par un établissement de crédit.

Les émissions de l'Etat et des établissements de crédit bancaire ont donc assuré l'essentiel de la croissance du marché primaire obligataire.

Ventilations des émissions obligataires brutes



Source : Conseil national du crédit

b) La demande de titres

La demande de titres a été nourrie par l'amélioration des conditions de l'épargne obligataire. Trois éléments se sont combinés pour rendre particulièrement attractif l'investissement en obligations : des taux d'intérêt réel élevés, des taux nominaux en baisse régulière depuis 1981, une fiscalité favorable.

La demande de titres obligataires a été d'autant plus forte que des produits d'épargne concurrents ont été rendus moins attractifs. Deux types de mesures ont eu, à cet égard, une influence déterminante : la limitation de la libre rémunération des comptes à terme et des bons de caisse arrêtés en septembre 1981 et l'alourdissement progressif de la fiscalité sur ces produits.

c) Le processus d'innovation financière

Sans entrer dans le détail des formules proposées, on peut regrouper la plupart des innovations en fonction d'un des deux objets suivants : pallier les risques de fluctuation des taux, renforcer les fonds propres des sociétés.

c1. Pallier les risques de fluctuation des taux

La volatilité des taux d'intérêt à partir de 1979 a entraîné un développement important des techniques de couverture des

risques de taux. Le recours à ces techniques a été d'autant plus nécessaire que, jusqu'au début de 1986, l'absence d'un marché à terme d'instruments financiers empêchait toute gestion véritablement rationnelle des risques de taux. On peut distinguer les techniques qui garantissent une couverture symétrique à la hausse comme à la baisse des taux et les techniques de type optionnel :

- les emprunts à taux variable ou révisable.

Ils se sont développés à partir de 1980. Par delà leur diversité, on peut en dégager une typologie simplifiée :

. le taux d'intérêt peut être déterminé antérieurement à la période s'étendant entre deux échéances du paiement du coupon (taux prédéterminé ou révisable) ou au cours de cette période (taux post déterminé ou variable) ;

. l'index retenu pour fixer le taux d'intérêt peut être de nature obligataire (taux constaté sur le marché primaire ou secondaire) ou monétaire ;

- les emprunts présentant un caractère optionnel.

L'existence d'une option permet aux détenteurs d'un titre de tirer le meilleur parti d'une évolution des taux d'intérêt. Ainsi, la durée de vie peut être variable : obligations prorogables, amortissables par anticipation, "à fenêtres" (1) ; le titre peut être échangeable : obligations à taux fixe échangeable contre des obligations à taux variable ou révisable, ou réciproquement ; le titre peut être également assorti de bons de souscription à de nouvelles obligations.

Globalement, ces techniques ont rencontré un succès croissant mais c'est lorsque, à partir de 1982, le Trésor les a retenues, pour des émissions de l'Etat et pour des obligations indemnitaires remises lors de l'échange des actions des sociétés nationalisées, qu'elles ont acquis leur pleine signification.

(1) Ce sont des titres à taux fixe généralement longs (15 à 18 ans) qui comportent des possibilités de remboursement anticipé à des échéances préfixées, soit au gré des porteurs avec une pénalité (réduction du dernier coupon), soit au gré de l'émetteur avec versement d'une indemnité aux porteurs (majoration du dernier coupon ou prime de remboursement).

c2. Renforcer les fonds propres

Afin de profiter de l'essor du marché obligataire pour aider au renforcement des fonds propres des sociétés, des formules originales ont été imaginées. Ces nouveaux produits sont, en fait, des quasi fonds propres qui jettent un pont entre les actions classiques et les obligations. Ils allient les avantages de ces dernières (fiscalité favorable, une part certaine de rémunération pour les titres participatifs) sans avoir l'inconvénient des actions (modification du pouvoir dans l'entreprise). Les sociétés nationalisées ont réalisé l'essentiel des émissions. On distingue les titres participatifs et les titres subordonnés à durée indéterminée.

- **les titres participatifs** ont été institués par la loi du 3 janvier 1983, ils peuvent être émis par les sociétés du secteur public et les sociétés coopératives et, depuis la loi du 11 juillet 1985, par les établissements publics à caractère industriel et commercial (E.D.F.-S.N.C.F.) ainsi que les banques mutualistes et coopératives.

L'objectif poursuivi par le lancement de ce produit qui a connu un vif succès avant d'être quelque peu délaissé est analogue à celui qui a présidé à la création des certificats d'investissement : renforcement des capitaux permanents de l'émetteur, sans apports de l'Etat ou des sociétaires et sans risque d'immixtion dans la gestion de l'entreprise.

- **les titres subordonnés à durée indéterminée (T.S.D.I.)**. Ces titres, qui rapportent un intérêt comme les obligations s'apparentent à des rentes perpétuelles. Ils ne sont, en effet, remboursables qu'en cas de liquidation de la société émettrice, son remboursement est d'ailleurs aléatoire car les T.S.D.I. constituent des créances de dernier rang.

- Par ailleurs, certaines catégories de titres ouvrent des perspectives de remboursement des fonds propres ; aux traditionnelles obligations convertibles sont venues s'ajouter, à partir de 1983, les **obligations à bons de souscription d'actions (O.B.S.A.)**. Par l'émission d'O.B.S.A., les sociétés visent, dans un premier temps, à augmenter leur endettement à long terme et ultérieurement à renforcer leurs fonds propres. Après des débuts assez timides, les O.B.S.A. ont fait l'objet de nombreuses émissions et paraissent promises à un bel avenir.

D. LA MODERNISATION STRUCTURELLE ET TECHNIQUE DU MARCHE FINANCIER

La rencontre de l'offre et la demande de titres a été facilitée par un certain nombre de réformes qui ont accru l'efficacité et le caractère professionnel du marché.

1. L'amélioration des techniques de marché

La mise en oeuvre de la modernisation du marché a été progressive et n'est pas encore achevée. Ses aspects principaux sont les suivants :

- unification des méthodes de cotation : création d'un marché unique à règlement mensuel pour les valeurs qui étaient cotées à la fois au comptant et à terme (1982) ;

- dématérialisation des valeurs mobilières : obligation de l'inscription en compte et de circulation par virements de la plupart des titres cotés (loi de finances pour 1982 avec date limite de réalisation à la fin de 1983) ;

- amélioration de la liquidité du marché : **développement des opérations de contrepartie**, c'est-à-dire des achats et ventes de titres réalisés par des professionnels afin de régulariser temporairement le marché ; les premières mesures datent de 1972 mais comme elles donnaient des possibilités limitées, celles-ci ont été étendues fin 1985 ;

- réduction du coût de l'intermédiation financière avec la liberté de négociations pour les commissions prélevées par les banques sur les émissions d'obligations et la libre négociabilité des courtages sur les actions et les obligations ;

- relèvement du seuil des émissions obligataires admises au "petit marché" où une autorisation préalable du comité des émissions n'est pas nécessaire ; de 200 millions de francs à la mi-84, il est passé à 1 milliard au 1er janvier 1986 .

- **La mise en place progressive du marché continu.** Pendant très longtemps, l'activité de la Bourse se limitait chaque

jour à la plage horaire allant de 12 heures 30 à 14 heures 30. Deux mesures ont cependant été prises, dans un passé assez lointain, pour desserrer cette contrainte : la création de la "petite Bourse" en fin de matinée, à partir de 11 heures 30 pour la cotation de la majorité des obligations et l'institution d'une séance complémentaire, en fin d'après-midi, réservée à une deuxième cotation des principales valeurs étrangères. Mais il ne s'agissait là que de palliatif et la nécessité est apparue d'instaurer à Paris, comme sur la plupart des grandes places internationales, une journée boursière continue s'étendant du matin au soir. La réforme a commencé en 1983 avec la réalisation d'un préalable indispensable : la suppression de la double cotation d'une même valeur, au comptant et à terme, grâce à la création d'un marché continu unique à règlement mensuel. Il a fallu attendre ensuite 1986 pour voir naître "la séance du matin" puis la cotation en continu avec assistance informatique. Par ailleurs, des dispositions prises en 1985 ont élargi la possibilité donnée aux intermédiaires financiers de se porter contrepartie des ordres de la clientèle en bourse, mais aussi hors bourse et de prolonger ainsi indirectement la durée des séances officielles.

Un marché continu n'implique pas nécessairement une infrastructure informatique. Il peut en effet fonctionner à la criée, comme c'est d'ailleurs le cas pour les valeurs négociées à la séance du matin et les principaux emprunts d'Etat. Cependant, le recours à l'informatique permet d'alléger les coûts, de délocaliser le marché et d'améliorer l'information des opérateurs. C'est le choix qu'a fait la Compagnie des Agents de Change en décidant d'adapter à Paris le système C.A.T.S. (Computer Assisted Trading System) qui était utilisé depuis plusieurs années à Toronto et qui s'appelle en France le système C.A.C. (Cotation Assistée en Continu). Ce système a commencé en juin 1986. Sa montée en charge est progressive, l'objectif est d'atteindre 100 valeurs fin 1987, et de couvrir l'ensemble des valeurs du marché à règlement mensuel fin 1988.

La mise en place progressive du marché continu s'est accompagnée d'une **extension de la contrepartie**. Depuis 1973, la possibilité existait pour les intermédiaires financiers (agents de change, banques, maisons de titres) de se porter personnellement contrepartie des ordres de leurs clients, c'est-à-dire d'acheter ou de vendre des titres pour leur propre compte, mais dans des conditions très restrictives. Cette faculté a été largement étendue fin 1985 par des textes qui ont par ailleurs autorisé la constitution de sociétés de contrepartie, sociétés anonymes dans lesquelles la moitié au moins des droits de vote

doit être détenue par des intermédiaires financiers et qui ne peuvent prendre des positions supérieures à 15 ou 10 fois le montant de leurs fonds propres suivant que ces positions portent sur des obligations ou des actions. Néanmoins, les règles sont trop complexes et la contrepartie n'a pas connu le succès escompté. Il est nécessaire de reprendre le dispositif la concernant.

2. La création d'un marché à terme des instruments financiers (MATIF)

- instauration d'un marché à terme d'instruments financiers (MATIF) ; la création du MATIF répond à un objectif économique essentiel : permettre aux agents économiques et plus particulièrement aux institutions financières de se protéger contre les risques financiers issus de l'instabilité monétaire et, plus précisément, contre les variations de taux d'intérêt. La technique de la couverture à terme consiste à conclure une transaction dont les modalités sont fixées le jour de l'opération mais dont le dénouement est reporté à une date ultérieure. Un fabricant de chocolat, qui a besoin de cacao dans trois mois achète aujourd'hui, au cours d'aujourd'hui, une quantité qu'il ne paiera que dans trois mois. Il se prémunit contre une hausse de cette denrée. Le marché à terme d'intérêt financier a le même objet pour ce qui concerne les taux d'intérêt. Ainsi, une SICAV dont les actifs sont constitués d'obligations à taux fixe peut souhaiter se protéger contre une hausse des taux qui ferait chuter la valeur de son portefeuille. Pour cela, elle vendra des contrats d'emprunt sur le MATIF. Si les taux montent, elle pourra racheter ces contrats à un cours inférieur et obtiendra un gain qui compensera la dépréciation de son portefeuille. Si les taux baissent, les cours monteront. La SICAV perdra sur le MATIF mais son portefeuille se sera apprécié.

Sur un marché à terme agissent aussi des spéculateurs qui opèrent sans avoir les fonds nécessaires espérant que leurs anticipations se réaliseront. Ils contribuent à la liquidité du marché. Les "arbitragistes" repèrent les écarts de cours et cherchent à en tirer profit.

Les marchés à terme ont connu, au cours des dernières années, un très important développement à l'étranger;

notamment, aux Etats-Unis. Le risque était grand dès lors de voir les places étrangères, notamment en Europe, celle de Londres, satisfaire le besoin de protection contre les fluctuations importantes des taux d'intérêt et des cours de change exprimé par les agents économiques nationaux. C'est pourquoi, afin de faire de la place de Paris une véritable place financière internationale, il a été décidé la création du MATIF en février 1986.

Dès son ouverture, le MATIF a connu un grand succès. Cette réussite initiale a été amplement confirmée par la suite au point qu'avec une moyenne quotidienne de plusieurs milliers de contrats sur le "notionnel", emprunt théorique qui constitue la référence pour les emprunts à long terme, Paris se situe aujourd'hui au troisième rang mondial du marché des contrats de taux d'intérêt à long terme derrière Chicago et Tokyo. Les débuts du contrat sur bons du Trésor ont été plus modestes. Cependant, il se négocie chaque jour plusieurs centaines de contrats et la montée en régime devrait se faire de manière progressive en liaison avec le développement des transactions au comptant sur les nouveaux titres de créances négociables.

III. LA MISE EN PLACE DE MARCHES DE TITRES A COURT TERME

Bien que les premières réformes datent de mars 1985, l'idée d'un vaste marché monétaire où tous les agents économiques pourraient émettre et souscrire des titres à court terme négociables était avancée depuis plusieurs années dans de nombreux travaux. La relative fragilité de l'essor du marché obligataire qui s'était, en particulier, manifestée lors des crises fin 1984, montrait les limites des marchés de titres "lents" en l'absence de titres "courts" et des possibilités d'arbitrage ainsi ouvertes. La création de ces derniers apparaissait d'autant plus nécessaire que les autorités monétaires manifestaient la volonté de sortir du régime de régulation quantitative du crédit et de lui substituer un dispositif d'intervention sur l'"Open Market". En outre, cette évolution déjà en oeuvre dans les pays anglo-saxons s'inscrivait dans le cadre de la modernisation du marché financier.

1. Nécessité d'une réforme du marché monétaire

L'importance prise par le marché obligataire rendait difficile sa régulation assurée par un groupe d'investisseurs institutionnels et notamment par la Caisse des dépôts et consignations. Il devenait donc indispensable que des placements brefs puissent s'effectuer sur des supports courts.

Par ailleurs, l'Etat, qui était devenu le principal émetteur sur le marché obligataire, souhaitait disposer de moyens de financement plus souples et moins onéreux grâce à des émissions de titres à court terme sans concourir pour autant à la création monétaire.

L'ouverture du marché monétaire, mise en oeuvre à partir de 1985, procède donc en partie de la prise de conscience des limites du marché obligataire et de la volonté d'accroître le rôle régulateur de la Banque de France.

2. La réforme du marché monétaire

a) Les nouveaux titres négociables

Au cours de l'année 1985, des bons négociables sur un marché réglementé ont été ouverts à tous les agents économiques. Avec une échéance allant de quelques jours à sept ans, ils ont en principe une durée plus courte que celle des obligations.

Les banques ont été les premières à émettre de tels titres sous la forme de **certificats de dépôt** (mars 1985), cette faculté a été rapidement étendue aux autres agents économiques. Les sociétés non financières ont proposé des **billets de trésorerie** dès décembre 1985, le Trésor et les institutions financières spécialisées ont placé leurs **bons négociables** à partir du début de 1986.

b) Le marché interbancaire

La volonté d'assurer le développement des titres négociables dans le public, O.P.C.V.M. inclus, et de limiter l'accès au marché des monnaies "banque centrale" a amené à mieux définir un marché interbancaire accessible aux seuls établissements de crédit de la loi bancaire qui sont en relation de refinancement avec la banque centrale. La possibilité de faire rémunérer leur dépôt sera donc progressivement fermée aux anciens "ENBAMM" (1), à commencer par les SICAV le 1er juin 1986. La gestion de leurs liquidités s'appuie désormais sur des opérations d'achat et de vente de titres négociables, ce qui devrait concourir à l'essor de ces nouveaux marchés.

(1) Etablissement non bancaire admis au marché monétaire. Exemple: la S.N.C.F., les compagnies d'assurances, les caisses de retraite, la chambre syndicale des agents de change

IV. LES ENTREPRISES SE FINANCENT DE PLUS EN PLUS SUR LES MARCHES MONETAIRE ET FINANCIER.

Le comportement financier des entreprises au cours des dernières années est caractérisé par les trois éléments suivants : une tendance affirmée au désendettement, un développement des placements financiers et des investissements physiques relativement faible. Ces trois aspects sont étroitement articulés entre eux et liés aux conditions économiques générales notamment au ralentissement de la croissance, à la montée des taux d'intérêt réel et à l'organisation des circuits de financement.

1. Le développement des placements financiers des entreprises

La remontée de l'épargne des sociétés en 1983-1985 a entraîné une réduction de leur endettement en raison de l'augmentation, à hauteur de plus de la moitié du montant de l'épargne, des actifs financiers qu'elles détiennent, d'ailleurs principalement à travers les O.P.C.V.M. de trésorerie.

Leurs acquisitions de valeurs mobilières ont entraîné en 1985 un accroissement de leur portefeuille de 157 milliards de francs contre 114 milliards en 1984 et 47 milliards en 1983. Cette réorientation a eu pour support le développement des SICAV et des fonds communs de placement et de trésorerie.

2. L'augmentation des besoins en fonds propres des entreprises

Au cours de la dernière décennie, les pouvoirs publics et les intermédiaires financiers ont cherché à stimuler la croissance des fonds propres des entreprises françaises, notamment par des mesures fiscales, mais aussi en introduisant de nouveaux

partenaires et en réactivant la Bourse, grâce, en particulier, à la création du second marché boursier.

Dans la période récente, l'évolution du mode de financement des entreprises et l'apparition de nouveaux instruments ont entraîné un recours croissant aux procédures de marché en particulier :

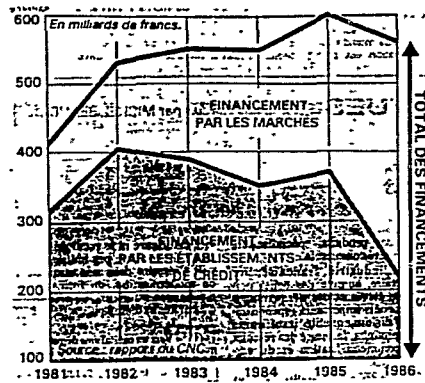
- les billets de trésorerie pour le financement à court terme,
- le marché boursier à travers les introductions au second marché, l'émission de certificats d'investissement, l'appel au "petit marché" obligataire pour les financements à long terme.

En conséquence, **les intermédiaires financiers (les banques pour l'essentiel), qui assuraient près de 80 % du financement de l'économie en 1981, n'en assurent plus que 40 % environ en 1986.**

Cette évolution, qui a connu une brusque accélération en 1986, n'est en fait que l'un des aspects de la profonde transformation en cours du système financier français : la France vit actuellement le passage d'une économie de financement administrée à une économie de marché de capitaux.

Ainsi, les financements assurés par les établissements de crédit à l'économie sont tombés de 317 milliards en 1981 à 221,6 milliards en 1986 alors que les financements directs par les marchés sont passés de 92 à 340 milliards de francs. En 1986, année charnière, pour la première fois, les financements désintermédiés ont été plus importants que les financements assurés par des intermédiaires. Pour les sociétés non financières, par exemple, la part de leurs besoins de financement externes assurée par l'émission de titres négociables sur les marchés, est passée de 35 % au début des années 1980 à 50 % en 1985 et 80 % en 1986.

L'évolution de 1981 à 1986



Source : rapport du C.N.C.

Cette évolution actuelle du système financier français présente de nombreux avantages : elle contribue d'abord à élargir les choix offerts aux agents économiques tant pour leurs placements que pour satisfaire leurs besoins de financement, elle permet ensuite une amélioration de l'affectation des ressources dans l'économie ; cette mutation donne enfin un rôle plus actif au prix de l'argent, c'est-à-dire aux taux d'intérêt dans l'affectation des capitaux.

V. LES PRIVATISATIONS : UN IMPORTANT STIMULANT

Le programme de privatisation mis en oeuvre à partir de 1986 porte principalement sur 65 entreprises dont le capital est détenu par l'Etat et qui représente environ 300 milliards de francs de capitalisation.

Ce programme aura pour effet d'accroître de 30 % la capitalisation boursière des actions françaises par rapport à son niveau de 1986 et de doubler le montant des actions négociées à règlement mensuel.

La loi du 6 août 1986 a fixé le cadre général de la privatisation et créé une commission de la privatisation chargée de fixer la valeur minimale des entreprises à privatiser.

La procédure de cession des titres présente plusieurs caractéristiques visant notamment à encourager un actionnariat populaire stable, la participation des salariés (les salariés de l'entreprise et ses filiales se voient proposer 10 % de chaque opération avec un rabais sur le prix de cession d'un maximum de 20 %, et l'attribution d'actions gratuites au terme d'un an de détention), la limitation de la part attribuée à des investisseurs étrangers à 20 % du capital de l'entreprise. En outre, le Ministre peut décider la création d'une action spécifique lui permettant d'agréer, pendant une période maximale de cinq ans, toute participation au capital supérieure à 10 %.

La privatisation constitue un facteur d'animation sans précédent pour le marché financier. Elle va entraîner l'admission ou le retour à la cote officielle de très grandes sociétés industrielles, commerciales et financières françaises. Le succès obtenu auprès du grand public se traduit par le développement d'un véritable actionnariat populaire.

Après la publication des résultats de l'offre publique de T.F.1., les principaux éléments du bilan des privatisations réalisées jusqu'à présent sont les suivants :

- 23 sociétés, soit 35 % des 66 entreprises composant le programme de privatisation du Gouvernement ont été privatisées de décembre 1986 à juillet 1987 ;

- elles représentent une capitalisation globale de 100 milliards de francs, les opérations financières correspondantes ont porté sur 70 milliards de francs environ dont 51 milliards de francs de recettes nettes pour l'Etat ;

- plus de 6 millions de Français sont aujourd'hui actionnaires directs des sociétés privatisées, soit un quadruplement par rapport à la situation existant avant la première privatisation (1,5 million d'actionnaires directs).

*

* *

Ainsi, la place de Paris possède un ensemble d'atouts non négligeables pour faire face à la concurrence des places étrangères :

- le stimulant que constitue le programme de privatisation ;
- une capacité d'épargne élevée même si elle a baissé depuis quelques années ;
- une puissance inégalée en Europe des organismes d'épargne collective (SICAV et FCP) qui gèrent, en 1986, des montants de l'ordre de 1.000 milliards de francs ;
- une industrie large et diversifiée et des trésoriers d'entreprise qui ont été parmi les premiers en Europe à découvrir et à utiliser les nouveaux produits financiers ;
- un marché boursier et obligataire très dynamique et relativement puissant (4^e marché obligataire et 6^e marché d'actions au monde selon le critère de la capitalisation) ;
- le succès des premières étapes de la libéralisation financière et monétaire et surtout le consensus politique qui accompagne cette modernisation de la place ;
- un réseau d'intermédiaires financiers dense et diversifié (367 banques à Paris dont 150 étrangères) et bien implanté à l'étranger (3^e réseau mondial) ;
- la réputation justifiée de sécurité de la place.

Mais ses atouts, s'ils sont indéniables, ne constitueront une véritable chance internationale pour la place de Paris que s'il est remédié au **handicap essentiel** de cette dernière vis-à-vis de ses concurrents étrangers : **l'absence de charges d'agents de change fortement capitalisées**, disposant de réseaux commerciaux étendus, pour assurer l'ensemble des activités sur valeurs mobilières et créances négociables (ingénierie financière, marché primaire, marché secondaire) et capables d'assurer une plus grande liquidité sur le marché continu, c'est-à-dire de se porter contrepartie en cas de déséquilibre de l'offre et de la demande. Dans un second temps, ces charges devraient pouvoir exercer éventuellement les activités de teneurs de marchés (Market-maker), c'est-à-dire de marchands de titres soumis à l'obligation d'offrir en permanence un prix d'achat et un prix de vente pour une quantité minimale déterminée par l'autorité boursière.

Cette idée que les métiers de demain ne pourront s'exercer sans moyens financiers importants, d'où la nécessité de faire

entrer des partenaires dans les charges d'agents de change, inspire les diverses mesures du projet de réforme qui est soumis au Parlement.

CHAPITRE III

LES ENJEUX DE LA REFORME

En dépit de sa remarquable adaptation aux tendances récentes des marchés de valeurs mobilières, la place financière de Paris conserve une faiblesse structurelle. En effet, elle reste fondée sur le principe de la capacité simple, qui revient à établir une séparation très stricte entre les banques/transmetteurs d'ordre et les agents de changes/intermédiaires sur le marché. Ayant essentiellement un rôle de courtier, les actuels membres de bourse souffrent donc d'une sous-capitalisation très marquée qui leur interdit d'exercer pleinement les activités de contrepartiste, alors que celles-ci sont désormais nécessaires pour le développement harmonieux du marché.

Le projet de loi portant réforme de la bourse propose de remédier à cette situation de blocage. En faisant disparaître tout clivage entre les banques et les agents de change, il donne à ces deux opérateurs la possibilité de réunir leurs forces et leurs atouts respectifs pour s'intégrer ensemble dans la compétition internationale.

Encore faut-il souligner que le présent texte, qui a fait l'objet d'une large concertation entre les différentes parties prenantes, se limite strictement à l'aspect institutionnel de la réforme. En effet, le remodelage des structures du marché ne s'accompagne d'aucune modification des modes de négociations ou des règles limitant certains types d'activité. Les pouvoirs publics souhaitent fixer un cadre et laissent aux nouveaux intermédiaires financiers le soin de faire évoluer le marché.

I. PRESENTATION DE LA REFORME

L'objectif premier de la réforme étant de faciliter l'apparition d'opérateurs en bourse fortement capitalisés, le projet de loi propose d'introduire trois innovations fondamentales dans les règles qui régissent actuellement la profession d'intermédiaire sur le marché des valeurs mobilières. Toutefois, les conséquences naturelles de cet effort de modernisation conduisent d'une part, à remodeler profondément l'organisation institutionnelle du marché lui-même et d'autre part, à renforcer les moyens de lutte contre les comportements répréhensibles.

A. LES GRANDS AXES

Aujourd'hui, et en vertu d'un monopole napoléonien, les seuls intermédiaires habilités à effectuer des transactions sur le marché des valeurs mobilières sont les agents de change. Ayant de surcroît la qualité d'officier ministériel, ces actuels membres de bourse doivent être nommés par l'Etat, qui régule ainsi l'accès à la profession. En contrepartie de cette situation privilégiée, les agents de change disposent d'un champ d'intervention relativement restreint.

Or, une telle structure d'ensemble constitue aujourd'hui un obstacle à la nécessaire adaptation du marché. En conséquence, le projet de loi sur la bourse se propose d'introduire trois innovations majeures dans les règles qui régissent ce type d'activité.

1. Remplacer les agents de change par des sociétés de bourse

Dans le cadre de l'actuelle législation, le droit d'effectuer des transactions sur le marché des valeurs mobilières ne peut être confié qu'à des personnes physiques, les agents de change.

Désormais, ce monopole deviendra l'apanage de sociétés spécialisées, les sociétés de bourse. Une telle modification emporte deux conséquences fondamentales :

- d'une part, elle permet à des tiers, et plus particulièrement aux banques, d'entrer dans le capital de ces nouveaux membres de bourse. Ainsi, par l'intermédiaire de filiales, les établissements de crédit auront la possibilité d'accéder au marché des valeurs mobilières et pourront donc désormais offrir à leurs clients une gamme complète de services financiers;

- d'autre part, elle transfère la capacité d'intervention sur le marché d'une personne physique - l'agent de change - à une personne morale la société de bourse. N'étant plus lié à la personnalité d'un individu, ce droit d'intervention ne sera pas systématiquement remis en cause par des changements dans la structure de l'actionnariat ou dans l'équipe dirigeante de la société de bourse.

2. Prévoir un champ d'activité plus large

Disposant, de par la loi, du monopole de la négociation des valeurs mobilières, les agents de change peuvent également exercer trois autres types d'activité : faire de la contrepartie, c'est-à-dire acheter ou vendre des titres pour leur propre compte, gérer des portefeuilles de valeurs mobilières et intervenir sur le MATIF ou le marché des options.

Par rapport à cette situation, les futures sociétés de bourse disposeront d'un champ d'intervention beaucoup plus vaste. En effet, tout en conservant l'ensemble des activités jusqu'alors ouvertes aux agents de change, elles bénéficient d'une nouvelle faculté : celle de devenir "maison de titres", c'est-à-dire d'effectuer toutes les opérations de gestion ou de placement des valeurs mobilières.

Cet élargissement du champ d'activité des sociétés de bourse comporte une conséquence essentielle. En effet, étant soumise aux dispositions de la loi relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit (n° 84-46 du 24 janvier 1984), une maison de titres a accès à une source de financement particulièrement intéressante : le marché interbancaire.

De fait, en obtenant ce statut, les sociétés de bourse pourront emprunter à court terme dans les mêmes conditions qu'une banque. Un des principaux points de blocage du marché français des valeurs mobilières se trouvera éliminé.

3. Modifier les conditions d'accès à la profession

Le troisième aspect fondamental de la réforme est sans nul doute la disparition du pouvoir de l'Etat en matière de nomination des membres de bourse.

En effet, les agents de change présentant la qualité d'officier ministériel, titulaire d'une charge, leur nomination ne peut intervenir que par arrêté du Ministre des Finances. De même, toute création ou suppression de charge nécessite une décision de la puissance publique.

Le projet de loi sur la bourse propose de revenir sur ce monopole. Le pouvoir d'admettre de nouveaux adhérents sera remis aux sociétés spécialisées déjà installées sur la place. Les bourses françaises évolueraient alors vers la notion de "club de professionnels" à l'instar de ce qui se pratique sur les grandes places financières anglo-saxonnes.

B. LES CONSEQUENCES

1. Une réorganisation du marché des valeurs mobilières

Depuis la réforme de 1966, les agents de change des différentes bourses françaises forment une compagnie nationale, disposant d'une instance représentative - la chambre syndicale. Or, celle-ci a pour principale mission d'assurer la surveillance et le bon fonctionnement des marchés. De même, dans le cadre de l'actuelle structure de la bourse, la sécurité des transactions repose sur un principe essentiel : la garantie solidaire des agents de change. Cette règle conduit donc l'ensemble de la profession à intervenir dès lors qu'un de ces membres se trouve dans

l'impossibilité de faire face à ses engagements à l'égard de sa clientèle.

La suppression de la notion d'agent de change/officier ministériel conduit naturellement à remettre en cause tout cet édifice. Il était donc nécessaire que le projet de loi définisse de nouvelles conditions de fonctionnement du marché des valeurs mobilières.

a) Une restructuration du marché autour de deux pôles

La future organisation fonctionnelle de la bourse, telle qu'elle résulte du présent projet, s'inspire largement du schéma retenu pour le marché à terme des instruments financiers. En effet, il est proposé de créer deux entités juridiques distinctes :

- **un conseil des bourses de valeurs**, qui apparaît comme l'autorité morale de la place. Composé de douze membres, dont dix représentants des sociétés de bourse, cet organisme professionnel sera chargé de contrôler l'accès au marché. En conséquence, il aura le pouvoir d'admettre ou de radier les membres de bourse et décidera de l'admission aux négociations de nouvelles valeurs mobilières. Parallèlement; il sera conduit à établir, et à faire respecter, les règlements relatifs au fonctionnement du marché. A cet effet, il disposera d'un large pouvoir disciplinaire à l'encontre des sociétés de bourse et de leurs employés;

- **une institution financière spécialisée** ayant en charge la gestion concrète du marché. Ce deuxième organisme, dont le capital sera détenu par les sociétés de bourse, devra donc enregistrer les négociations et en assurer la publicité.

Dans l'ensemble, ces deux organismes disposeront de responsabilités beaucoup plus vastes que celles jusqu'alors confiées à la chambre syndicale. En obtenant les droits d'admettre de nouveaux adhérents et d'introduire de nouvelles valeurs, le conseil des bourses bénéficiera désormais de pouvoirs jusqu'alors exercés par l'Etat, soit directement, soit par l'intermédiaire de la commission des opérations de bourse.

b) Un nouveau dispositif de garantie des donneurs d'ordres

La sécurité d'un marché constitue un élément décisif pour gagner la confiance de la clientèle.

La réforme de la bourse mettant fin à la règle de garantie solidaire des agents de change, il était donc indispensable de recréer un dispositif permettant de désintéresser les opérateurs en cas de défaillance d'une des sociétés membres de bourse.

Certes, la réforme devrait conduire, dans l'ensemble, à un renforcement de la solvabilité des intermédiaires. Disposant *a priori* de fonds propres supérieurs à ceux d'un agent de change, et ayant en outre la possibilité de faire appel à ses actionnaires, une société de bourse devrait pouvoir faire face spontanément à un incident ou une défaillance.

Toutefois, un système reposant sur les seules possibilités de l'intermédiaire présenterait à l'évidence une grande fragilité. Aussi, le présent projet de loi propose-t-il de créer un **fonds ayant pour objet de garantir vis-à-vis de la clientèle les engagements des sociétés de bourse**. Placé sous la responsabilité du conseil des bourses de valeurs, ce fonds fonctionnera comme un régime d'assurance, et sera alimenté par des cotisations de tous les membres de bourse.

En cas de sinistre de grande ampleur, les capitaux dont dispose le fonds de garantie peuvent cependant devenir insuffisants. Dans cette situation, il est donc prévu que l'institution financière spécialisée aura à intervenir.

Le régime de garantie collective ainsi proposé comporte donc deux "étages" :

- d'une part, le fonds de garantie proprement dit, qui constitue une première ligne de défense,

- d'autre part, l'institution financière spécialisée, qui doit relayer le fonds de garantie si celui-ci est épuisé.

En revanche, le texte du projet de loi ne prévoit pas explicitement le recours à la solidarité professionnelle de l'ensemble de la place boursière, dans l'hypothèse où les ressources de l'institution financière spécialisée et du fonds de garantie s'avèreraient insuffisantes pour désintéresser les clients d'une société défaillante. Le nouveau dispositif de sécurité collective du marché est donc apparemment moins complet et moins contraignant que le système actuel. Toutefois, par l'intermédiaire de l'article 10 du projet de loi, le gouvernement se réserve la possibilité de prendre les décisions qui pourraient s'imposer.

2. Un renforcement des moyens de lutte contre la fraude

Sous l'angle technique, la sensible amélioration de l'efficacité des marchés financiers a été obtenue grâce à l'utilisation de l'informatique et à l'apparition d'instruments financiers complexes. Or, cette sophistication croissante a un corollaire : elle ouvre de nouvelles possibilités de fraude ou de manoeuvres répréhensibles.

Parallèlement, en se regroupant dans le cadre de conglomerats très diversifiés, les intermédiaires financiers sont conduits à exercer simultanément des fonctions multiples, pour leur propre compte et pour celui de leurs clients. En conséquence, les risques de conflits d'intérêt augmentent.

Or, il est clair que de telles pratiques, lorsqu'elles se développent, portent gravement atteinte à la confiance des clients et à l'intégrité du marché. Aussi, toutes les places financières ont-elles adopté des mesures spécifiques afin de limiter ces phénomènes et, lorsque cela est nécessaire, de sanctionner durement les coupables.

En permettant aux banques d'entrer dans le capital des charges d'agent de change, le projet de loi sur la bourse crée sans nul doute un terrain plus propice à l'apparition de conflits d'intérêts. Cette conséquence, regrettable mais inévitable, conduit donc le Gouvernement à prévoir une série de dispositions visant à renforcer les moyens de contrôle sur les activités des sociétés de bourse, des établissements de crédit et de leurs personnels.

a) Des mesures préventives

Les mesures prises à l'intérieur même des sociétés de bourse demeurent le moyen le plus efficace pour limiter les comportements répréhensibles. Ainsi, chaque établissement opérant sur le marché ou gérant des portefeuilles pour le compte de tiers sera conduit à établir un règlement interne destiné à garantir l'observation des principes déontologiques. En particulier, seront précisées les conditions dans lesquelles les salariés informent leur employeur des opérations qu'ils effectuent pour leur propre compte. De même, le règlement

intérieur devra préciser les précautions à prendre en vue d'éviter la circulation d'informations confidentielles.

b) Des mesures générales pour le marché

Dans le cadre de son pouvoir réglementaire, le conseil des bourses sera également conduit à préciser les obligations professionnelles qui s'imposent aux divers membres de bourse. De plus, en cas de comportement abusif ou répréhensible, le conseil pourra prononcer les sanctions nécessaires avec toute la rapidité souhaitable.

c) Un renforcement des pouvoirs de contrôle de la commission des opérations de bourse.

Créée par ordonnance du 28 septembre 1967, la commission des opérations de bourse (C.O.B.) est chargée de veiller à la protection de l'épargne investie en valeurs mobilières, à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement du marché. Composée de membres nommés par l'Etat, elle apparaît donc comme un **organisme de contrôle extérieur**.

Pour lui permettre d'assurer ses missions face à un marché totalement transformé, le projet de loi propose donc de redéfinir ses pouvoirs d'enquête à l'égard tant des intermédiaires que des sociétés faisant appel à l'épargne publique.

d) La redéfinition de certains délits

En matière de transactions sur valeurs mobilières, on relève en pratique trois grands types d'infraction :

- le **délit d'initié**, c'est-à-dire l'utilisation, à son profit, d'informations confidentielles,
- la **manipulation de cours**, qui recouvre les manoeuvres visant à entraver le libre jeu de la loi de l'offre et de la demande,
- le **délit de fausse information** qui consiste à induire sciemment en erreur les opérateurs afin de les conduire à effectuer certaines transactions.

Aujourd'hui, toutes ces infractions sont clairement définies et donnent lieu à l'application de lourdes sanctions. Toutefois, la législation n'a pas évolué aussi rapidement que le marché et que l'ingéniosité des fraudeurs. Le présent projet de loi prévoit donc

une nouvelle formulation de ces différents types de délits, afin d'en actualiser le contenu.

C. UNE PERIODE DE TRANSITION

Dans l'ensemble, le projet de loi repose sur un véritable consensus de place. Les perspectives ouvertes par la création du marché européen des capitaux et l'intensification de la concurrence internationale rendaient nécessaire l'apparition d'intermédiaires fortement capitalisés, capables de résister à la pression des "brokers dealers" londoniens. Conscients de cette réalité, les banques et surtout les agents de change ont souhaité dépasser leurs rivalités et se regrouper dans le cadre de structure unique.

Il n'en demeure pas moins que cette transformation radicale de l'organisation du marché modifie considérablement le cadre dans lequel vivent les intermédiaires.

Aussi, pour obtenir un consensus, il était impératif d'assurer la sauvegarde des intérêts légitimes des agents de change.

Dans cette optique, il devenait impossible de briser le monopole sans phase transitoire. En effet, cette solution revenait à accorder aux établissements financiers le droit de créer dès la promulgation de la loi des sociétés de bourse entièrement nouvelles, qui seraient venues concurrencer directement les actuelles charges.

Certes, celles-ci possèdent certains atouts non négligeables. En particulier, elles disposent d'équipes performantes, ayant une excellente pratique du marché et capables d'intervenir avec efficacité dans de nombreux secteurs. Toutefois, l'apparition brutale de nouveaux opérateurs risquait de déclencher une compétition aiguë, entraînant l'élimination des charges les plus faibles ou les moins spécialisées.

Pour éviter une transformation trop brutale risquant de gêner la profession, le texte propose de respecter une période transitoire durant laquelle les nouvelles structures du marché pourront se mettre progressivement en place.

Aussi, dès la promulgation de la loi, les soixante (1) charges d'agent de change exerceront de plein droit les activités de société de bourse. Les intermédiaires actuels resteront donc présents sur le marché et assureront la continuité des transactions.

Parallèlement, aucune nouvelle société de bourse ne pourra être agréée avant le 31 décembre 1991. Le monopole "*numerus clausus*" sera maintenu durant un peu plus de quatre ans. Un établissement financier souhaitant disposer d'une filiale société de bourse avant cette échéance n'aura donc qu'une seule possibilité : acquérir l'une des soixante et une sociétés existantes.

En effet, entre ces deux dates, les actuelles charges d'agent de change - ou futures sociétés de bourse - pourront faire appel à des actionnaires extérieurs, c'est-à-dire essentiellement des banques. Toutefois, et bien que cela ne soit pas précisé dans la loi, cette ouverture du capital des charges devrait respecter trois étapes : 30 % au 1er janvier 1988, 49 % à partir du 1er janvier 1989 et 100 % au début de 1990. Avec un tel système, annoncé par le Ministre d'Etat lors de sa conférence de presse du 10 mars dernier, les agents de change conserveront "en théorie" le contrôle des sociétés de bourse pendant deux ans.

Enfin, à partir du 1er janvier 1992, l'accès à la bourse sera possible à tout nouveau membre, sous réserve d'un agrément du Conseil des bourses.

Une telle construction présente, à l'évidence, un avantage décisif : elle permet de valoriser les soixante charges actuelles qui seules donnent un accès immédiat au marché. On peut également supposer que l'intégration en "palier" fournira aux établissements de crédit le délai nécessaire pour s'initier à un métier auquel ils ne sont pas obligatoirement préparés. Néanmoins, votre rapporteur craint que cette longue phase transitoire ne se traduise par un certain attentisme préjudiciable à l'intérêt de la place.

(1) dont 45 à Paris et 16 dans les bourses de province

II. ELEMENTS D'APPRECIATION

A. DES AVANTAGES DECISIFS ...

La présentation d'ensemble du projet de loi a déjà permis d'évoquer largement le caractère indispensable des mutations qu'il propose. En outre, dans sa conception, la réforme de la bourse offre des avantages qu'il est possible de résumer en huit points :

1. La réforme a l'avantage d'apporter une réponse à la question pendante depuis quelques années des structures de la place financière française. En rendant possible une évolution du statut des opérateurs, elle met fin à un attentisme préjudiciable à l'adaptation du marché de Paris, alors que toutes les places financières connaissent des transformations rapides.

2. Le Gouvernement a le mérite d'effectuer cette réforme à un moment où de nombreux changements viennent d'intervenir. Le vaste mouvement de privatisation, actuellement en cours, aurait pu conduire à la différer. Il est très heureux qu'elle prenne place dès aujourd'hui.

3. La réforme pose quelques principes qui ont recueilli un accord général sur la place. Les pouvoirs publics ont su dégager ce consensus et la simple annonce du dépôt du projet de loi au mois de mars 1987 a déclenché un mouvement général. Des conversations nombreuses sont entamées et des prises de participation sont d'ores et déjà annoncées. Le fait que plusieurs établissements, parmi les plus importants, veuillent dès maintenant participer au capital de sociétés de bourse, l'intérêt marqué par les établissements étrangers, sont des indices d'une réussite probable du processus entamé il y a quelques mois.

4. La réforme permettra d'accroître la puissance financière des opérateurs sur le marché boursier grâce au rapprochement des banques et agents de change dans des conditions acceptées par tous. Elle devrait donner un deuxième souffle au marché de Paris qui, après des mois de transformations intenses et fructueuses, butait sur le problème juridique du monopole et sur celui de la taille des opérateurs. Une évolution en douceur devrait désormais s'effectuer.

5. La réforme permet également d'ouvrir la Bourse à des opérateurs étrangers tout en sauvegardant les intérêts français. De ce fait, elle évite le principal écueil du "Big Bang" de Londres.

6. La fusion au sein de plusieurs sociétés de bourse de divers opérateurs, banques, agents de change, la réunion au sein du conseil des bourses des principaux acteurs de la place, le fait qu'ils auront des objectifs communs devraient faciliter l'adaptation ultérieure du marché de Paris et favoriser le développement de son activité dans un contexte de forte compétition internationale.

7. Le texte apporte par ailleurs d'utiles précisions ou adjonctions concernant les pouvoirs de la C.O.B., les délits d'initiés ou de manipulations de cours.

8. Enfin, l'existence d'une période transitoire permet d'opérer les mutations nécessaires sans créer de véritable révolution sur la place de Paris, et sans léser les intérêts légitimes de toute une profession.

B ... MAIS EGALEMENT QUELQUES INTERROGATIONS.

Cette satisfaction d'ensemble ne doit cependant pas faire oublier que plusieurs questions restent en suspens. Certaines d'entre elles portent sur des aspects techniques que le débat parlementaire devrait conduire à éclaircir. Quant aux autres, elles permettent de cerner les problèmes de fond auxquels les professionnels devront répondre pour donner une dimension internationale à la place financière de Paris.

1. Si le principe même d'une période transitoire s'avère indispensable, on peut toutefois se demander si son terme, fixé au 1er janvier 1992, n'est pas trop éloigné. En effet, le projet de loi repose sur le pari que les structures ayant évolué, le fonctionnement du marché évoluera lui-même plus facilement. Dans cette optique, un délai d'adaptation égal à quatre ans ne risque-t-il pas de créer un certain attentisme préjudiciable à l'avenir de la place de Paris ?

2. Les incertitudes que suscite la durée de la période transitoire se trouvent renforcées par l'apparente rigidité du calendrier d'ouverture du capital des charges. Ainsi, une banque

ou tout autre partenaire devra attendre le 1er janvier 1990 pour prendre le contrôle effectif d'une société de bourse. La structure des pouvoirs au sein des organismes de gestion du marché pourrait donc connaître une évolution aussi lente. Or, s'il faut patienter plusieurs années pour que des principaux acteurs soient présents autour de la table, réformera-t-on le marché aussi vite que nécessaire durant cette période ?

3. Le projet de loi étend les compétences des futurs opérateurs sur le marché. Il le fait en autorisant les sociétés de bourse à bénéficier du statut de l'article 99 de la loi bancaire. Cette faculté qui a des avantages, appelle cependant quelques questions :

- une double tutelle va s'exercer sur les sociétés de bourse. D'une part, la commission bancaire surveillera les activités bancaires. D'autre part, la C.O.B. et le Conseil des bourses surveilleront les activités de marché. Ces interventions ne vont-elles pas être trop lourdes, voire concurrentes ou contradictoires ?

- en accédant au statut de l'article 99 de la loi bancaire, les sociétés de bourse seront conduites à effectuer des opérations relevant actuellement du domaine des établissements de crédit. Elles seront donc couvertes à ce titre par la garantie de la place bancaire française. Parallèlement, elles bénéficieront du mécanisme de garantie "boursière" institué par le présent projet de loi. Or, la ligne de partage entre ces deux dispositifs de sécurité n'apparaît pas clairement. En fait, le fonds de garantie boursier semble compétent pour toute défaillance de sociétés de bourse, quelle qu'en soit l'origine. Ne serait-il pas souhaitable de dissocier les risques et les responsabilités ?

4. La transformation des structures de la place ne s'accompagne de la définition d'aucun objectif quant au fonctionnement du marché. N'aurait-il pas fallu qu'une concertation soit entamée le plus vite possible pour définir des objectifs communs, un calendrier, des étapes ? Donner à Paris la taille des grandes places mondiales n'exige pas seulement des sociétés de bourse ayant une puissance financière accrue mais aussi un effort massif et concerté pour développer la fluidité du marché, créer des forces commerciales, mettre en place la contrepartie, qui est insuffisante, diversifier les modes de

négociation, en un mot offrir rapidement la gamme des services que demandent les investisseurs nationaux et internationaux.

5. Le monopole évolue mais il subsiste. L'accès de nouveaux opérateurs sera autorisé à compter du 1er janvier 1992 par le conseil des bourses de valeur. Quelle sera la politique de cet organisme ? Quatre ans pendant lesquels quarante-cinq sociétés seulement animeront le marché parisien n'est-ce pas dangereux ? Sur le Matif, moins de deux ans après sa création, il existait 100 opérateurs. Alors que les marchés financiers évoluent très vite, une situation à 45 n'est-elle pas dommageable ? Quelle stratégie ont les nouveaux entrants ? Quelle conception ont-ils de la place de Paris ? Un marché actif exige des intermédiaires dynamiques. Les activités de marché sont un métier de spécialiste. Il ne suffit pas d'être présent sur le marché pour le développer.

6. Il n'apparaît pas clairement quel sera le sort des charges d'agents de change de province.

*

* *

En facilitant l'apparition d'intermédiaires plus nombreux et plus puissants, la réforme de la bourse apparaît comme une étape essentielle dans le processus de modernisation du marché. Mais cette indispensable transformation des structures ne constitue qu'un préalable. Seuls le dynamisme et la compétitivité de ses opérateurs permettront au marché français des valeurs mobilières d'atteindre une véritable dimension internationale.

DEUXIEME PARTIE

EXAMEN EN COMMISSION

I. AUDITIONS

1) Audition de **M. Jean-Claude Trichet, Directeur du Trésor.**

Réunie le mardi 6 octobre 1987, sous la présidence de **M. Christian Poncelet, président**, la commission a procédé à l'audition de **M. Jean-Claude Trichet, directeur du trésor** sur le projet de loi n° 332 (1986-1987) sur les bourses de valeurs.

Introduisant le débat, **M. Roger Chinaud, rapporteur** du projet de loi a souhaité poser un certain nombre de questions portant notamment sur le long délai qui s'écoulera avant la mise en oeuvre effective de la réforme du statut des agents de change, sur l'articulation du projet de loi avec les directives européennes, sur les dispositions peut-être insuffisamment précises du texte concernant le système de garantie des futures sociétés de bourse.

M. Jean-Claude Trichet a rappelé le contexte et l'importance de la modernisation entreprise de la place de Paris qui doit affronter une concurrence très vive de la part des places étrangères, notamment la place de Londres, et faire face à la perspective d'un marché européen unique des capitaux à l'horizon 1992.

Il a estimé que Paris devait ambitionner d'être dans l'avenir la grande place européenne continentale. Le projet de loi a pour objet de renforcer les atouts de la bourse française en modernisant ses méthodes et en réunissant les efforts des différents partenaires notamment les banques et les agents de change.

Le directeur du trésor a souligné l'ampleur de la concertation à laquelle a donné lieu le texte du Gouvernement et la nécessité d'une mise en oeuvre progressive destinée à permettre l'adaptation des agents de change. Répondant à l'observation de **M. Roger Chinaud**, il a estimé que cette adaptation se ferait en réalité plus rapidement que le délai prévu dans le projet de loi.

M. Jean-Claude Trichet a précisé que le texte soumis aujourd'hui au Parlement serait complété ultérieurement par une réforme des marchés à terme allant dans le sens d'une

unification des différents marchés existants : marché à terme des marchandises, marché à terme des instruments financiers (M.A.T.I.F.).

Il a conclu son propos en soulignant que le projet de loi sur les bourses de valeurs était la pièce décisive d'un dispositif plus large de modernisation de la place de Paris.

M. Raymond Bourguine s'est félicité des ambitions du texte du Gouvernement mais a estimé que la réforme de la place de Londres ne constituait pas un exemple qu'il était souhaitable de transposer. Il a manifesté une inquiétude quant au conflit d'intérêts qui pourrait naître de la présence des banques dans le capital des sociétés de bourse : en effet, ce fait nouveau risque de mettre à mal la neutralité dont font preuve actuellement les agents de change à l'égard des titres qu'ils traitent.

M. Raymond Bourguine a également souligné l'importance du rôle de la commission des opérations de bourse dans la moralisation du marché et a souhaité qu'elle exerce une vigilance toute particulière à l'égard du second marché et du M.A.T.I.F., l'importance de ce dernier marché et son caractère très spéculatif lui donnant des craintes pour l'avenir.

M. Jean-Claude Trichet, répondant aux intervenants, a estimé que les grandes signatures internationales devaient être représentées sur la place de Paris mais s'est montré particulièrement soucieux de prévenir une "dénationalisation" des opérateurs. Il a estimé que sur ce point les ambitions de la réforme se distinguaient nettement de l'exemple britannique.

S'agissant de la sécurité des épargnants, il a souligné que Paris était une place très sûre et que cette situation serait renforcée par les dispositions du projet de loi créant une institution financière spécialisée et un fonds de garantie. Il a indiqué toutefois que l'article 6 du projet de loi pourrait faire l'objet d'un approfondissement. Répondant particulièrement à **M. Raymond Bourguine**, **M. Jean-Claude Trichet** a estimé que la présence des banques comme actionnaires des sociétés de bourse allait, du fait des capitaux engagés, dans le sens d'une meilleure sécurité des épargnants.

Il a convenu que cette présence était source d'un conflit d'intérêts mais il a noté que ce problème pouvait être traité grâce à l'élaboration d'un code de déontologie visant notamment les délits d'initiés sur lequel travaillent la profession et la commission des opérations en bourse.

Répondant plus particulièrement à **M. Christian Poncelet, président**, et à **M. Roger Chinaud, rapporteur**, **M. Jean-Claude Trichet** a précisé que le commissaire du Gouvernement au sein du conseil des bourses pourrait demander, en tant que de besoin, une nouvelle lecture appelant solennellement l'attention du conseil. Mais il a estimé qu'une véritable moralisation du marché devait reposer sur les organismes de bourse eux-mêmes, l'Etat n'intervenant qu'à titre exceptionnel.

Le directeur du trésor s'est par ailleurs félicité de l'hommage rendu au rôle de la C.O.B. dont les moyens seront renforcés. Répondant à **M. Raymond Bourguine**, il a indiqué que la C.O.B. exerçait sa compétence à l'égard tant du second marché que du M.A.T.I.F., lesquels étaient, compte tenu de leurs caractéristiques propres, des réussites remarquables.

Enfin, s'agissant des aspects européens, le directeur du trésor a souligné l'importance des problèmes de fiscalité dans la mise en oeuvre d'un marché unique des capitaux et a annoncé un texte d'harmonisation de la législation française sur les organismes de placement collectif avec les directives européennes.

2) Audition de **M. Dominique Châtillon, président de l'Association française des banques.**

Au cours d'une seconde séance tenue dans l'après-midi du mercredi 7 octobre 1987, la commission a procédé à l'audition de **M. Dominique Châtillon, président de l'association française des banques**, accompagné de **M. Jean-Jacques Burgard, délégué général**, sur le projet n° 332 (1986-1987) sur les bourses de valeurs.

Introduisant le débat, **M. Roger Chinaud, rapporteur** du projet de loi, a rappelé les grandes lignes de la situation actuelle des bourses de valeurs et a souligné les principaux apports du projet de loi, qui vise à adapter le marché français à la concurrence croissante des autres places financières et à le préparer au grand marché européen de 1992.

Il s'est notamment interrogé sur les garanties que comporte le projet de loi.

M. Dominique Châtillon, après avoir situé le rôle de l'association française des banques dans l'ensemble du système

financier français, s'est félicité des dispositions de ce projet qui a fait l'objet d'une large concertation.

Il a jugé qu'il était indispensable afin de tenir compte de la désintermédiation bancaire, ainsi que de la libération de l'économie (levée du contrôle des changes, fin du régime administré des prix...).

M. Dominique Châtillon a indiqué les modifications qui en ont découlé pour les adhérents de son association.

S'agissant du financement de l'économie, **M. Dominique Châtillon** a souligné la place grandissante qu'y tiennent les marchés financiers. Ce rôle s'est développé dans un contexte de concurrence croissante marqué par deux phénomènes principaux: mise en place d'un marché mondial des valeurs mobilières et mise en oeuvre des directives européennes concernant l'intégration financière.

M. Dominique Châtillon a noté qu'en ce qui concerne ce dernier point, la commission des communautés européennes a présenté en 1986 une directive sur la libéralisation des mouvements de capitaux et les prestations de services financiers. En outre, il a expliqué qu'afin de progresser dans cette voie, les intermédiaires boursiers européens se sont réunis dans un projet appelé I.D.I.S. (Interbourse Data Information System).

Abordant l'expansion du marché financier, **M. Dominique Châtillon** a rappelé que les places françaises ne représentent encore que 4 % du marché financier américain. Il s'est félicité que le projet de loi sur les bourses de valeurs permette d'assurer une place de premier plan aux bourses françaises.

M. Dominique Châtillon s'est notamment réjoui que le projet tienne compte de l'importance des banques françaises pour promouvoir cet objectif. Afin de fidéliser les investisseurs étrangers qui interviennent pour une part croissante sur le marché financier français, il a appelé de ses voeux un élargissement des métiers boursiers, en offrant la possibilité aux banques de devenir actionnaires des sociétés d'agent de change.

Plus généralement, **M. Dominique Châtillon** s'est félicité que le projet de loi crée les conditions indispensables à la création de nouveaux intermédiaires de marché, exerçant l'ensemble des activités sur valeurs mobilières et créances négociables et capables d'assumer des activités de contrepartie.

Enfin, **M. Dominique Châtillon** s'est réjoui des règles de déontologie et des règles de prudence de conduite que comporte le projet de loi.

M. Raymond Bourguine s'est alors interrogé sur les effets du développement des marchés financiers pour le financement des entreprises françaises.

Il s'est déclaré préoccupé par la sécurité offerte aux particuliers clients des banques et des agents de change, alors que la mondialisation des marchés financiers fait courir des risques accrus de variation importante des cours.

M. Jacques Descours Desacres s'est également interrogé sur les garanties offertes aux épargnants qui effectueront des placements sur les marchés financiers mondialisés.

Répondant aux différents intervenants, **M. Dominique Châtillon** a indiqué que l'ouverture de la charge des agents de change devrait bénéficier aux banques françaises autant qu'aux banques étrangères, ce qui permettra au système bancaire français d'assurer le financement de l'économie française.

Abordant le problème de la garantie sur les marchés financiers, **M. Jean-Jacques Burgard** a indiqué que le système visant à l'assurer existant en France n'a été utilisé qu'en quelques occasions, et pour des montants assez faibles.

M. Dominique Châtillon a insisté sur la prudence traditionnelle des banques françaises, qui limite les risques pouvant exister sur les différents marchés financiers français. Il a rappelé que ceux-ci dépendent pour une large part des interventions qu'y font les agents étrangers.

3) Audition de M. Yves Le Portz, président de la commission des opérations de Bourse.

Poursuivant l'examen du projet de loi sur les bourses de valeurs, la commission a procédé à l'audition de **M. Yves Le Portz, président de la commission des opérations de bourse.**

En préambule, **M. Roger Chinaud, rapporteur** du projet de loi, a remarqué qu'un des principaux aspects de cette réforme réside dans la garantie qui doit accompagner le développement des places boursières françaises.

M. Yves Le Portz a tout d'abord rappelé le rôle actuellement joué par la C.O.B. et insisté sur le caractère indispensable du projet de loi sur les bourses de valeurs.

Il a expliqué les risques accrus qui résultent de la mondialisation des marchés financiers, qui se produit en France dans le contexte du quadruplement du nombre des actionnaires dû aux privatisations.

M. Yves Le Portz a souhaité que cette réforme s'accompagne d'une révision des infractions financières existant actuellement, d'un développement des contrôles des marchés et de l'institution de règles de déontologie.

En ce qui concerne ce dernier point, **M. Yves Le Portz** a rappelé que le projet de loi dispose que les intermédiaires financiers devront prévoir les conditions dans lesquelles leurs salariés les informent des opérations de bourse qu'ils effectuent pour leur propre compte, ainsi que les précautions visant à éviter la circulation indue d'informations confidentielles (articles 15 et 16 du projet de loi).

Il s'est par ailleurs félicité des dispositions du projet de loi concernant la répression des délits d'initiés et de manipulation des cours des titres cotés (articles 13 et 14 du projet), ainsi que de celles renforçant les pouvoirs de la C.O.B.

Concluant son propos, **M. Yves Le Portz** a indiqué que la solvabilité des marchés boursiers français est l'une des plus élevées du monde. Il s'est réjoui à cet égard des dispositions du projet de loi cherchant à la garantir, tout en indiquant que cette solvabilité découlera, à l'avenir, avant tout de l'imposition de ratios aux sociétés de bourse qui ne sont pas des maisons de titres.

S'agissant des moyens de la C.O.B., **M. Yves Le Portz** a indiqué qu'un décret en Conseil d'Etat actuellement en cours d'élaboration prévoit de porter de 1,5 à 2 pour 10.000 la cotisation qu'elle perçoit sur les émissions de titres et de l'étendre aux introductions de sociétés sur le marché au règlement mensuel.

M. Raymond Bourguine s'est félicité des mesures de renforcement des garanties contenues dans le projet de loi. Il s'est d'autre part interrogé sur l'absorption du marché à terme de marchandises par le M.A.T.I.F.

Puis **M. Raymond Bourguine**, ainsi que **M. Emmanuel Hamel** se sont inquiétés du caractère aléatoire des ressources de la C.O.B.

M. Jacques Descours Desacres s'est inquiété de la protection des petits épargnants agissant sur les marchés financiers.

M. Christian Poncelet, président, s'est interrogé sur les modalités de prise de contrôle d'une société par une autre effectuant une offre publique d'achat à un prix fortement supérieur au cours de bourse de la société.

Répondant aux différents intervenants, **M. Yves Le Portz** a expliqué que rien dans le projet de loi ne s'oppose à une telle prise de contrôle et a insisté sur l'adaptation nécessaire des dispositions actuelles relatives au délit d'initié.

Abordant le problème des moyens de la C.O.B., il a regretté leur insuffisance pour mener un contrôle étendu. Il a donc appelé de ses vœux un contrôle de déontologie interne aux sociétés intervenant sur les marchés financiers.

Répondant à **M. Josy Moinet** qui s'était alors interrogé sur les modalités de ce contrôle interne et le rôle joué par la C.O.B. à cet égard, **M. Yves Le Portz** a précisé que ce contrôle passe avant tout par une plus grande transparence de ces sociétés et par l'adoption de règlements types.

En ce qui concerne les sanctions éventuelles d'agissements délictueux, **M. Yves Le Portz** a noté que les actions en réparation civile étaient encore peu développées en France.

S'agissant de la fusion du M.A.T.I.F. et de la bourse de commerce, **M. Yves Le Portz** a expliqué que ces marchés relèvent de techniques voisines, même si leurs opérateurs sont différents. Dans le cadre d'un texte en cours d'élaboration, il a indiqué que les organismes de gestion de ces deux marchés, même fusionnés, resteront distincts.

En ce qui concerne la protection des petits épargnants, **M. Yves Le Portz** a souligné l'information et le conseil dont ils doivent bénéficier. Il a insisté sur l'importance attachée par la C.O.B. au développement de l'information prospective des petits actionnaires, afin que ceux-ci puissent agir sur les marchés financiers en pleine connaissance de cause.

Dans le même esprit, **M. Yves Le Portz** a appelé de ses vœux un regroupement des petits actionnaires, condition du maintien de l'actionnariat populaire.

Enfin, **M. Yves Le Portz** a souligné le caractère cyclique des ressources de la C.O.B. et a souhaité que cette dernière puisse

disposer d'un fonds de réserve couvrant quelques mois de trésorerie.

4) Audition de M. Xavier Dupont, syndic de la compagnie des agents de change.

Réunie le **mercredi 14 octobre 1987** sous la **présidence de M. Christian Poncelet**, président, la commission a procédé à l'**audition de M. Xavier Dupont, syndic de la compagnie des agents de change**, sur le projet de loi n° 332 (1986-1987) sur les bourses de valeurs.

M. Xavier Dupont a tout d'abord situé l'action de la compagnie pour engager la réforme de la bourse. Il a, en premier lieu, rappelé les menaces que faisait peser la place de Londres sur l'ensemble des places européennes, avec un partage comparable à celui qui existe dans le marché de l'art (avec de grandes actions à Londres et un marché de détail à Paris). Ces menaces débouchent sur la contrainte absolue de se moderniser.

Il a, en second lieu, indiqué les objectifs de l'ouverture du capital des charges afin notamment de renforcer les moyens financiers des intermédiaires. Du rapprochement des banques et des agents de change naîtront de nouveaux équilibres qui permettront de valoriser les entreprises, de sécuriser le marché et d'améliorer sa qualité.

M. Roger Chinaud, rapporteur, s'est interrogé sur le mécanisme des sanctions et sur la création de sociétés de bourses nouvelles au-delà de 1992.

M. Xavier Dupont a rappelé que la reconnaissance du pouvoir de sanction fait partie de l'autorité de la compagnie des agents de change aujourd'hui et du conseil des bourses de valeurs demain.

Il a, par ailleurs, considéré que la structure du marché allait être profondément changée dans les quatre prochaines années.

M. Emmanuel Hamel s'est interrogé sur l'avenir des seize charges d'agent de change de province.

M. Xavier Dupont a indiqué que le projet de loi laissait la répartition géographique en l'état et qu'il était proposé aux charges de province les mêmes facilités qu'à celles de Paris (regroupement, élargissement de compétences...). Il a également

reconnu qu'il existe un intérêt régional à procéder à des associations de charges.

M. Jacques Descours Desacres s'est inquiété de la régularité des opérations dès lors que les banques peuvent se porter contrepartie.

M. Xavier Dupont a indiqué que ces risques sont limités.

M. Raymond Bourgine est revenu sur le problème des contreparties, déjà pratiquées aujourd'hui, mais à une autre échelle que celle que provoquera la réforme en cours.

Evoquant le risque bancaire qu'illustre l'expérience américaine, il s'est inquiété du nouveau mécanisme de contreparties introduit par la loi qui ne comportait pas suffisamment de garanties.

M. Xavier Dupont a estimé que l'ouverture des sociétés de bourses vers des mécanismes de contreparties était inévitable dans la concurrence internationale et qu'il fallait faire confiance au marché.

II. EXAMEN DU PROJET DE LOI

Au cours de sa séance du 14 octobre 1987, la commission réunie sous la présidence de **M. Christian Poncelet, président**, a procédé, sur le rapport de **M. Roger Chinaud, rapporteur**, à l'examen du projet de loi sur les bourses de valeurs.

M. Roger Chinaud a tout d'abord rappelé l'esprit et les grandes lignes du projet de loi ainsi que l'environnement international dans lequel il s'insère.

Puis, **M. Roger Chinaud** a examiné les étapes récentes du développement des marchés financiers français ("loi Monory", création du second marché, du M.A.T.I.F., accroissement considérable de l'importance du marché obligataire, mise en place du marché continu et émergence des organismes collectifs de placement de valeurs mobilières...). Il a souligné l'impact qu'a eu ce développement sur le financement de l'économie française et insisté sur la multiplication par quatre du nombre des détenteurs d'actions, grâce aux privatisations.

Puis, la commission a examiné les articles du projet de loi.

A l'article 1er, qui modifie en profondeur la nature juridique des opérateurs sur les marchés financiers, la commission, sur la proposition de **M. Roger Chinaud, rapporteur**, après un débat au cours duquel sont intervenus **MM. Christian Poncelet, président, Roger Chinaud, rapporteur, Jacques Descours Desacres et Raymond Bourguine**, a adopté un amendement rédactionnel.

La commission a ensuite adopté, sur proposition de **M. Roger Chinaud, rapporteur**, un article additionnel qui tend à clarifier la vocation nouvelle des sociétés de bourse.

Puis, la commission a adopté sans modification les articles 2 (qui confie le monopole de la négociation des valeurs mobilières aux sociétés de bourse), 3 (qui prévoit que les sociétés de bourse sont du croire à l'égard de leur clientèle) et 4 (qui définit

les conditions dans lesquelles sont instituées les sociétés de bourse) du projet de loi.

A l'article 5, relatif à la composition du conseil des bourses de valeurs, la commission a, sur proposition du rapporteur, adopté deux amendements, l'un qui précise que le conseil est chargé de représenter collectivement toutes les sociétés de bourse pour faire valoir leurs droits et intérêts communs, l'autre qui confie au juge administratif l'examen des recours contre les décisions du conseil.

A l'article 6, qui prévoit que le conseil des bourses de valeurs établit un règlement général, la commission a, sur proposition du rapporteur, adopté trois amendements :

- le premier élargit la notion des employés de sociétés de bourse à l'ensemble des personnes placées sous l'autorité ou agissant pour le compte de ces sociétés ;

- le second clarifie les missions du conseil des bourses de valeurs ;

- le troisième précise les conditions des engagements que les sociétés de bourse prennent à l'égard de leur clientèle à l'occasion de la gestion de portefeuilles de valeurs mobilières.

A l'article 7, qui prévoit que le conseil des bourses de valeurs exerce le pouvoir disciplinaire à l'encontre des sociétés de bourse, la commission, après un large débat au cours duquel sont intervenus MM. Christian Poncelet, président, Roger Chinaud, rapporteur, Raymond Bourguine, Josy Moinet et Jacques Descours Desacres, a, sur proposition de M. Roger Chinaud, rapporteur, adopté deux amendements : l'un précise que le conseil agit soit d'office, soit à la demande du commissaire du Gouvernement ou de la commission des opérations de bourse ; l'autre prévoit que le recours contre une décision du conseil ne peut en aucun cas entraîner de suspension temporaire d'exercice.

A l'article 8, qui précise que le conseil des bourses de valeurs exerce le pouvoir disciplinaire à l'encontre des employés des sociétés de bourse, la commission a, sur proposition du rapporteur, adopté deux amendements qui clarifient le régime des sanctions prévues.

A l'article 9, qui prévoit l'obligation d'enregistrement et de publicité des négociations par une institution financière spécialisée, la commission a, sur proposition du rapporteur, adopté un amendement rédactionnel.

Puis, la commission a adopté sans modification l'article 10 du projet de loi qui donne au Gouvernement les moyens de pallier la carence du conseil des bourses de valeurs.

A l'article 11, qui étend les pouvoirs d'enquête des agents de la commission des opérations de bourse, la commission, sur proposition de **M. Roger Chinaud, rapporteur**, a adopté deux amendements, l'un d'ordre rédactionnel, l'autre qui précise le champ d'application des pouvoirs d'enquête de la C.O.B.

Puis, la commission a adopté sans modification les articles 12 (qui renforce l'obligation faite aux personnes et organismes contrôlés par la C.O.B. de faire suite à ses demandes) et 13 (répression des délits d'initiés) du projet de loi.

A l'article 14, relatif aux délits d'initiés et à la manipulation des cours des titres cotés, la commission, après un débat au cours duquel sont intervenus **MM. Roger Chinaud, rapporteur, Emmanuel Hamel et Josy Moinet**, a adopté, sur proposition du rapporteur, un amendement qui précise les délits visés par les dispositions de l'article.

A l'article 15 (relatif à la discipline des opérateurs sur les marchés financiers), la commission, après un large débat au cours duquel sont intervenus **MM. Roger Chinaud, rapporteur, Josy Moinet, Raymond Bourguine et Jacques Descours Desacres** a adopté un amendement complétant les conditions dans lesquelles les salariés des sociétés de bourse peuvent effectuer des opérations de bourse.

La commission a adopté l'article 16 du projet de loi, sans modification.

A l'article 17, qui prévoit la communication d'informations entre institutions bancaires, la commission a adopté, sur proposition du rapporteur, un amendement rédactionnel.

A l'article 18, la commission, sur proposition du rapporteur, a adopté un amendement qui précise les modalités de transfert des biens, droits et obligations de la compagnie nationale des agents de change à l'institution financière.

A l'article 19, la commission, sur proposition du rapporteur, a adopté trois amendements :

- le premier autorise les agents de change à ouvrir le capital de leur charge à des actionnaires extérieurs ;

- le deuxième ramène au 31 décembre 1990 la date à partir de laquelle pourront être agréées de nouvelles sociétés de bourse ;

- le troisième établit le régime transitoire devant fonctionner avant l'entrée en vigueur de la loi.

Puis, la commission a adopté, sans modification, l'article 20 du projet de loi, qui adapte les textes en vigueur à la nouvelle terminologie des institutions et opérateurs boursiers.

A l'article 21, la commission a adopté, sur proposition du rapporteur, un amendement qui étend à la collectivité territoriale de Saint-Pierre-et-Miquelon les dispositions du projet de loi.

Enfin, à l'article 22 (article d'abrogation), la commission, sur proposition de loi, a adopté un amendement de coordination, justifié par l'adoption d'un article additionnel après l'article premier.

III. EXAMEN DES ARTICLES

ARTICLE PREMIER

Définition des sociétés de bourse.

Commentaires.- Le présent article constitue l'un des points essentiels du projet de réforme de la bourse. En effet, il introduit une modification fondamentale dans la nature juridique des opérateurs habilités à effectuer des négociations sur valeurs mobilières.

I. ECONOMIE GENERALE

Jusqu'à présent, seuls les agents de change étaient autorisés à effectuer des négociations sur valeurs mobilières. Ayant la qualité d'officier ministériel, ces opérateurs ne pouvaient donc être que des personnes physiques. Certes, la législation leur permettait de s'organiser dans le cadre de sociétés anonymes ou en commandite simple afin d'exploiter leur charge. Il n'en demeure pas moins que le droit d'effectuer les négociations restait le monopole d'une personne et non de la société d'exploitation.

Le présent article bouleverse cette organisation en prévoyant de confier le monopole de négociation à des sociétés spécialisées : les sociétés de bourse.

Une telle modification emporte trois conséquences :

- elle transfère la capacité d'intervention sur le marché d'une personne physique - l'agent de change - à une personne

morale, la société de bourse. N'étant plus lié à la personnalité d'un individu, le droit d'exercer cette activité ne sera plus systématiquement remis en cause par des changements dans la structure de l'actionariat ou dans l'équipe dirigeante;

- elle sera le moyen pour les tiers et plus particulièrement pour les établissements de crédit d'entrer dans le capital de ces nouveaux membres de bourse et d'en prendre le contrôle. Ainsi, elle supprime la stricte séparation qui existe actuellement entre agents de change et banques et autorise la création de vastes conglomerats financiers pouvant offrir à leurs clients, soit directement, soit par l'intermédiaire de filiales spécialisées, une gamme complète de services financiers;

- enfin, elle facilite l'apparition de membres de bourse fortement capitalisés, ayant la capacité financière d'exercer pleinement l'ensemble des activités concernant les valeurs mobilières.

Encore faut-il souligner que ces trois modifications essentielles ne remettent pas en cause la notion de monopole des négociations sur valeurs mobilières. En effet, l'exercice de cette activité demeure réservé à des acteurs de type bien particulier, les sociétés de bourse, dont le présent article définit les principales caractéristiques.

II. CARACTERISTIQUES DES SOCIETES DE BOURSE

Le Gouvernement n'a pas souhaité imposer aux sociétés de bourse une structure juridique précise et uniforme. En l'absence de toute disposition restrictive, les futurs membres de bourse pourront donc se présenter sous la forme :

- soit de société de capitaux, c'est-à-dire société anonyme, S.A.R.L. ou société en commandite par actions,

- soit de société de personnes .

En pratique, il est probable que, pour respecter les différents critères d'accès à la profession, les sociétés de bourse seront naturellement conduites à s'installer sous forme de société anonyme. Toutefois, votre rapporteur considère qu'il n'est pas nécessaire d'imposer une telle règle dans le cadre de la loi,

certaines opérateurs pouvant rechercher des formules plus souples ou plus adaptées à leurs particularités.

En fait, les sociétés de bourse se trouvent définies par référence à leurs activités. A cet égard, elles disposent d'une part, d'un domaine de compétences exclusif, et d'autre part, de possibilités d'accès à quatre grands types d'activités financières.

1. Le monopole de la négociation des valeurs mobilières admises à une bourse

Par construction, les sociétés de bourse sont destinées à remplacer les agents de change en tant qu'intermédiaires obligés sur le marché des valeurs mobilières admises à une cote. Cela suppose donc que soit cerné avec précision le contenu effectif de l'actuel monopole des agents de change.

En fait, une telle opération s'avère délicate dans la mesure où ce monopole résulte d'une stratification de textes, dont certains sont fort anciens. Aussi pour résoudre ce problème juridique, et donc transposer aux sociétés de bourse un monopole strictement identique à celui dont disposent les agents de change, le projet de loi procède en deux étapes.

a) Un principe général : le monopole de négociation des valeurs mobilières.

L'article premier prévoit que les sociétés de bourse sont seules chargées de la négociation des valeurs mobilières. De fait, il reprend sous une rédaction plus large et plus actuelle, une disposition figurant à l'article 76 du code du commerce.

Toutefois, il est clair que le terme "négociation" recouvre un concept précis. Il traduit en effet un rôle d'intermédiaire entre un acheteur et un vendeur de valeurs mobilières.

Si l'on se limitait à la définition du monopole, telle qu'elle résulte de l'article premier, toutes les négociations de titres cotés ou non cotés entreraient dans le cadre du monopole.

En revanche, les cessions directes de titres, c'est-à-dire celles réalisées sans le concours d'un intermédiaire, en seraient exclues.

Or, à l'évidence, cette définition serait loin de recouvrir l'actuel monopole des agents de change. Il était donc indispensable de la compléter.

b) Un rappel des dispositions applicables aux cessions de titres

La seconde étape de ce processus complexe est franchie dans le cadre de l'article 22 du projet de loi. En effet, celui-ci rappelle que les dispositions des articles 16 et 17 de la loi de finances rectificative pour 1964 (n° 64-1278) demeurent en vigueur.

Or, les deux articles en cause précisent que l'intervention d'un agent de change est obligatoire pour toute cession portant sur la pleine propriété de valeurs mobilières cotées, dès lors que l'un des intervenants est une personne morale. En réalité, ce principe souffre plusieurs exceptions qui, elles-mêmes, sont confirmées.

Le rappel de ces dispositions et des exceptions qui les accompagnent, conduisent en fait à maintenir hors du monopole :

* toutes les cessions directes de valeurs mobilières non admises à une bourse

* et s'agissant des valeurs mobilières cotées :

- les cessions entre deux personnes physiques,

- les cessions ne portant pas sur la pleine propriété d'un titre,

- les cessions entre deux sociétés, lorsque l'une d'entre elles détient plus de 20 % du capital de l'autre,

- les cessions qui, incluses dans une convention autre qu'une vente pure et simple, en constituent un élément nécessaire,

- les cessions entre entreprises d'assurance appartenant au même groupe,

- les cessions entre personnes morales et organismes de retraite ou de prévoyance, dont elles assurent la gestion,

- les cessions entre une personne morale autre qu'une société et une société, lorsque la personne morale possède au moins 20 % du capital de la société,

Ainsi, de fait, le monopole des agents de change et donc des sociétés de bourse porte pour l'essentiel, et sous réserve de quelques exceptions, sur les transactions relatives aux valeurs mobilières admises à une bourse.

On peut alors s'interroger sur les motifs ayant conduit à adopter une présentation aussi complexe. En fait, la rédaction actuelle présente un avantage considérable. Elle permet d'annoncer que toute négociation de valeurs mobilières entre naturellement dans le champ du monopole des sociétés de bourse, même si certaines cessions directes en sont exclues. Ainsi, il est possible d'éviter l'apparition d'intermédiaires ne présentant pas la qualité de sociétés de bourse, et spécialisées dans la négociation de valeurs mobilières non cotées.

2. Les autres activités ouvertes aux sociétés de bourse

Disposant de droit du monopole de la négociation des valeurs mobilières cotées, les sociétés de bourse sont parallèlement autorisées à exercer d'autres types d'activité dans le domaine financier. Toutefois dans ces secteurs, elles se trouveront donc en concurrence avec d'autres intervenants, au nombre desquels se trouvent les établissements de crédit.

Les sociétés de bourse étant destinées à remplacer les agents de change, il était donc normal de leur transposer, dans un premier temps, toutes les activités jusqu'alors ouvertes à ces derniers. Toutefois, l'article premier ne se limite pas à cette simple opération de transfert. En effet, il prévoit une innovation fondamentale en autorisant les sociétés de bourse à demander le statut de l'article 99 de la loi bancaire.

a) Une transposition des activités jusqu'alors exercées par les agents de change.

Actuellement, les agents de change peuvent, sous certaines conditions, exercer quatre types d'activité :

- faire de la contrepartie, c'est-à-dire acheter ou vendre des titres pour le compte de leur charge. En fait, les actuels membres

de bourse n'ont jamais véritablement profité de cette faculté, faute de fonds propres;

- gérer des portefeuilles de valeurs mobilières pour le compte de leurs clients;

- négocier des contrats sur le marché à terme des instruments financiers (MATIF);

- et enfin, négocier des options portant sur valeurs mobilières dans le cadre du nouveau marché des options négociables sur actions françaises.

Le présent article reprend donc toutes ces activités afin d'autoriser les sociétés de bourse à les exercer.

b) Une innovation fondamentale: l'accès au statut de l'article 99 de la loi bancaire.

Outre les activités précédentes, l'article premier prévoit que les sociétés de bourse pourront placer des valeurs mobilières "en se portant du croire dans les conditions de l'article 99 de la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit".

De ce fait, les nouveaux membres de bourse seront désormais autorisés à participer à des opérations de placement de valeurs mobilières (syndicat d'émission par exemple). Mais l'accès à ce type d'activité comporte une conséquence fondamentale. En effet, les sociétés de bourse pourront donc demander à se placer dans le cadre défini à l'article 99 de la loi bancaire, c'est-à-dire devenir "maisons de titres". Or, celles-ci étant considérées comme établissements de crédit, elles ont la possibilité de se refinancer sur un marché particulièrement attractif: le marché interbancaire. Ainsi, en obtenant le statut de l'article 99 de la loi bancaire, une société de bourse pourra emprunter à court terme dans les mêmes conditions qu'une banque.

Encore faut-il préciser que toutes les sociétés de bourse ne seront pas de droit "maison de titres". Pour accéder à ce statut, il leur faudra en effet répondre aux critères définis par la commission bancaire tant en ce qui concerne la taille et la composition de leur capital, qu'en matière de règles prudentielles.

De plus certaines activités actuelles des maisons de titre et celles qu'auront les sociétés de bourse se recouvrent. Aussi, elles peuvent toutes deux faire des opérations de contrepartie, gérer des portefeuilles, agir sur le MATIF.

*

* *

Au terme de cette présentation d'ensemble, il apparaît que l'article premier offre deux possibilités statutaires aux futures sociétés de bourse :

- celle de société de négociation de valeurs mobilières, c'est-à-dire en fait l'équivalent des actuelles charges d'agents de change. Ces futurs membres de bourse relèveront de la seule compétence du conseil des bourses de valeurs;

- celle de "maison de titres", jouissant de possibilités beaucoup plus étendues, mais soumises à la double tutelle de la commission bancaire et du conseil des bourses de valeurs.

*

* *

Votre Commission des finances approuve pleinement les orientations que traduit cet article. Elle a cependant souhaité en modifier l'architecture afin de bien isoler les activités relevant du domaine bancaire et celles qui dépendent du domaine boursier. A cet effet, elle a présenté un amendement rédactionnel lors de l'examen en commission.

Cet amendement ayant été adopté, votre commission vous demande en conséquence d'adopter le présent article ainsi modifié.

ARTICLE ADDITIONNEL
APRES L'ARTICLE PREMIER

Maintien en vigueur des dispositions antérieures

Commentaires.- Les dispositions des articles 16 et 17 de la loi du 23 décembre 1964, constituent un élément essentiel dans le processus de délimitation du monopole des futures sociétés de bourse. Or actuellement, le maintien en vigueur de ces deux textes est prévu dans le cadre de l'article 22 du présent projet de loi. Votre Commission des finances estime qu'une telle présentation n'est pas satisfaisante dans la mesure où elle ne permet pas une approche d'ensemble des règles applicables en matière de négociations et de cessions de valeurs mobilières.

Votre Commission des finances vous propose donc un **amendement rédactionnel** tendant à insérer, dans le cadre d'un article additionnel après l'article premier, la mesure prévoyant le maintien en vigueur des articles 16 et 17 de la loi n° 64-1278 du 23 décembre 1964.

ARTICLE 2

**Sanctions applicables en cas de non-respect du
monopole des sociétés de bourse**

Commentaires.- Le présent article définit les sanctions applicables en cas de non-respect du monopole des sociétés de bourse.

Aux termes du texte proposé, les négociations de valeurs mobilières admises en bourse qui ne sont pas effectuées par des

sociétés de bourse sont considérées comme nulles. En outre, leurs auteurs sont passibles des peines prévues en cas d'abus de confiance, c'est-à-dire un emprisonnement de deux mois à deux ans et une amende de 3.600 francs à 2,5 millions de francs.

Dans sa rédaction, le présent article fait clairement apparaître à quel point il est difficile de cerner avec précision le monopole des agents de change, et donc des futures sociétés de bourse. En effet, la sanction de nullité trouve à s'appliquer pour les seules négociations de valeurs admises à une bourse alors qu'en vertu de l'article premier, les sociétés de bourse disposent de droit du monopole de négociations sur toutes les valeurs mobilières.

Cette différence s'explique par le fait que les ventes directes entre opérateurs sont possibles dans certaines situations (cf. commentaires de l'article premier). C'est en particulier le cas pour les cessions directes de valeurs mobilières non cotées.

Dans ces conditions, il paraît difficile de prévoir une sanction de nullité pour des négociations qui peuvent aboutir à une transaction ne relevant pas du monopole des sociétés de bourse.

Le présent article prévoit donc une sanction de nullité pour les seules négociations de valeurs cotées réalisées par les intermédiaires autres que des sociétés de bourse.

En outre, et sous réserve d'exceptions qu'il précise, l'article 16 de la loi de finances rectificative pour 1964 dispose que les cessions de valeurs mobilières cotées faisant intervenir une personne morale sont nulles si elles ne sont pas effectuées par l'intermédiaire d'un agent de change. Dans cette situation, le vendeur est passible d'une amende fiscale égale au double de la valeur des titres.

Ainsi, la combinaison de ces deux dispositions permet d'assurer, dans la mesure du possible, une sanction dès lors qu'un intermédiaire non agréé réalise des opérations relevant du domaine de compétence exclusif des sociétés de bourse.

*

* *

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

ARTICLE 3

Responsabilité des sociétés de bourse à l'égard de leurs donneurs d'ordre

Commentaires.- Cet article a pour objet de préciser sans ambiguïté la responsabilité des membres de bourse à l'égard de leurs donneurs d'ordre. En fait, il transpose aux futures sociétés de bourse un principe jusqu'alors applicable aux agents de change.

Le membre de bourse -agent de change aujourd'hui, société de bourse demain- disposant par définition du monopole de négociation des valeurs mobilières, il apparaît comme le seul intermédiaire possible entre le client et la bourse.

Toutefois, le membre de bourse n'est pas un intermédiaire ordinaire, il intervient en tant que **commissionnaire**, c'est-à-dire qu'il agit en son nom propre pour le compte de son client. Le vendeur ne connaît donc pas l'identité de l'acquéreur et réciproquement.

Traditionnellement, un commissionnaire est responsable :

- vis-à-vis de la personne avec laquelle il traite pour le compte de son client ;
- à l'égard de son donneur d'ordre.

Toutefois, pour un commissionnaire classique, cette responsabilité se limite à une obligation de moyen. Il doit donc mettre tout en oeuvre pour assurer la bonne fin de l'opération, mais il ne peut être poursuivi si, en dépit de sa diligence, la transaction n'aboutit pas ou si son co-contractant fait défaut.

Depuis longtemps, le législateur a décidé de donner aux agents de change une responsabilité plus importante à l'égard de leurs donneurs d'ordre.

Ainsi, selon les dispositions de l'article 4 de la loi du 28 mars 1885, les agents de change sont considérés comme **commissionnaires ducroire**. Ils s'engagent donc **personnellement à une obligation de résultat**, dès lors qu'ils acceptent de recevoir un ordre de leur client. Ils deviennent responsables vis-à-vis du donneur d'ordre, quelle que soit l'issue de la transaction. A l'évidence, ce principe est essentiel pour assurer une totale sécurité des épargnants et l'article 3 propose de le transposer aux futurs membres de bourse. Les sociétés de bourse seront donc considérées, de droit, comme **commissionnaires ducroire à l'égard de leurs donneurs d'ordre**.

*

* *

Votre commission vous propose **d'adopter** cet article sans modification.

ARTICLE 4

Agrément des sociétés de bourse

Commentaires.- Le présent article constitue le second point fondamental de la réforme des bourses de valeurs. En effet, il consacre la disparition de toute intervention de l'Etat en matière d'admission ou de nomination de nouveaux membres de bourse, et propose de confier désormais ce pouvoir à l'organisme professionnel chargé de la surveillance du marché.

A l'heure actuelle, l'agent de change présente la qualité d'officier ministériel, titulaire d'une charge. En conséquence, l'Etat détient seul le pouvoir de créer et de supprimer des offices. Mais la puissance publique contrôle également l'accès à la profession. En effet, lorsqu'il devient nécessaire de remplacer un titulaire, le nouvel agent de change est nommé par arrêté du ministre des finances, sur proposition de la chambre syndicale.

Ainsi, aujourd'hui, l'accès à la profession relève d'un monopole d'Etat.

Une telle structure ne permet cependant pas de répondre aux impératifs de l'échéance 1992. Les principes de liberté d'établissement et de prestation de service étant à la base de la création du marché européen des capitaux, il est en effet prévisible que de nombreux opérateurs de la Communauté souhaiteront pouvoir exercer sans contrainte leurs activités sur le marché français. Dans cette optique, la notion de monopole d'Etat est donc amenée à disparaître.

Le projet de loi prend acte de cette nécessité et à l'instar de ce qui se pratique sur les grandes places financières anglo-saxonnes, il propose de confier aux professionnels le pouvoir d'admettre de nouveaux adhérents.

Le présent article organise ce transfert de compétence.

A cet effet, il prévoit que les futures sociétés de bourse devront être agréées par un conseil des bourses de valeurs dont les principales caractéristiques sont précisées à l'article 5.

De même, cet organisme sera chargé de définir, dans le cadre de son règlement général, les conditions d'accès à la profession.

Dans cette optique, l'article 4 rappelle quelques conditions minimum que le Conseil des bourses aura à faire respecter. En fait, il s'agit pour l'essentiel de principes généraux et il appartiendra à l'organisme professionnel d'en apprécier le contenu exact. Ainsi, il est prévu que les futurs candidats devront présenter des "garanties suffisantes" en ce qui concerne :

- la composition et le montant de leur capital,
- leur organisation,
- leurs moyens techniques et financiers
- l'honorabilité et l'expérience de leurs dirigeants
- les mesures permettant d'assurer la sécurité des opérations de la clientèle.

Toutefois, il est clair que cette série de critères ne crée pas une compétence liée pour le Conseil des bourses de valeurs. En effet, celui-ci restera totalement libre pour décider de l'admission ou de la radiation d'une société de Bourse. Il est donc nécessaire

de s'interroger sur les possibilités de recours en cas de refus ou de suppression d'agrément.

Votre rapporteur a cependant souhaité aborder ce point dans l'article 5, relatif à l'organisation et aux attributions du Conseil des bourses de valeurs.

*

* *

Votre commission vous propose d'adopter conforme le présent article.

ARTICLE 5

Organismes chargés de la gestion et de l'organisation du marché des valeurs mobilières

Commentaires.- Le projet de loi crée un Conseil des bourses de valeur, dont la fonction est d'être l'organe législatif et l'autorité suprême du marché français. Il succèdera à la Chambre syndicale des agents de change qui existe actuellement. Les articles 4, 6, 7 et 8 définissent les compétences du conseil des bourses. Le présent article précise la nature juridique et la composition du Conseil des bourses. Il est qualifié d'organisme professionnel doté de la personnalité morale. Le marché des valeurs est organisé sur le modèle du marché à terme des instruments financiers avec une dualité d'organismes. Le Conseil des bourses est l'autorité supérieure qui pose les règles et arrête certaines décisions. L'institution financière spécialisée prévue dans l'article 9 assure la gestion du marché.

A la différence du Conseil des marchés à terme, le Conseil des bourses de valeur est doté de la personnalité morale. Il peut donc agir en droit, ce qui paraît opportun en raison du rôle disciplinaire qui lui est confié et des nombreuses décisions qu'il sera amené à prendre.

De ce fait, il paraît nécessaire de préciser très clairement que le Conseil des bourses prendra la suite de la Chambre

syndicale des agents de change dans certains domaines, notamment dans les relations de travail. Il vous est donc proposé un amendement mentionnant que le Conseil des bourses est chargé de représenter collectivement toutes les sociétés de bourses pour faire valoir leurs droits et intérêts communs et prévenir et concilier tous les différends qu'elles peuvent avoir avec des tiers.

Les sociétés de bourse élisent dix membres du Conseil dans des conditions qui seront définies par un décret. Un représentant des sociétés émettrices est prévu ainsi qu'un représentant des personnels des sociétés de bourse et de l'I.F.S.

Le ministre chargé de l'économie nomme un commissaire du Gouvernement auprès du Conseil. Aucun pouvoir précis n'est attribué à ce commissaire du Gouvernement. Dans la plupart des institutions auprès desquelles il est prévu un commissaire du Gouvernement, il existe une définition des pouvoirs de ce commissaire. L'article 5 est totalement muet sur ce point. Il paraît nécessaire de le compléter en ajoutant au texte proposé la faculté pour le commissaire du Gouvernement de demander dans des conditions qui seront fixées par décret une deuxième délibération.

Enfin, il importe de préciser dans cet article les possibilités de recours contre les décisions du Conseil. Votre commission des finances considère que les recours contre les décisions du Conseil des bourses relèvent de la compétence du juge administratif, et vous propose un amendement afin de le préciser expressément.

En effet, le Conseil des bourses de valeurs s'est vu confier une mission d'intérêt général d'organisation du marché des valeurs mobilières, et a reçu des prérogatives de puissance publique pour remplir cette mission. Les décisions prises par le Conseil seront donc des actes administratifs. C'est ce qu'a décidé le tribunal de grande instance de Paris pour les décisions de la Chambre syndicale des agents de change (26 mars 1975 - Canon Street Investment Limited - c - Chambre syndicale de la Compagnie des agents de change), position qui a été confirmée par un arrêt du Conseil d'Etat du 16 novembre 1984 Woetglin.

Cette compétence du juge administratif s'étendra à l'ensemble des décisions prises par le Conseil.

*

* *

Après la présentation par votre rapporteur spécial des deux amendements qu'il propose, M. Raymond Bourguine s'est interrogé sur les tribunaux compétents pour juger les recours contre les décisions du Conseil des Bourses. Il a précisé que s'agissant des décisions du Conseil de la concurrence, l'examen des recours a été attribué au juge judiciaire. Pour sa part, M. Jacques Descours Desacres a rappelé que les personnels des sociétés des bourses sont des personnels de droit privé.

Votre commission ayant adopté les deux amendements proposés par votre rapporteur, elle vous demande de voter l'article 5 ainsi modifié.

ARTICLE 6

Règlement général du Conseil des bourses de valeurs

Admission et radiation des valeurs mobilières

Commentaires.- Cet article donne au conseil des bourses de valeurs la mission d'établir un règlement général. Il définit également le rôle du conseil des bourses en matière d'admission et de radiation des actions à la cote.

1. Contenu du règlement général

a) L'article définit le contenu du règlement :

- règles relatives à l'admission des valeurs mobilières et à leur radiation,

- règles relatives à l'admission, à la suspension et à la radiation des sociétés de bourse,

- règles relatives au fonctionnement du marché et au contrôle des sociétés.

Ces trois séries de règles qui constituent l'essentiel du dispositif relatif au fonctionnement du marché devront figurer dans le règlement général.

Ceci montre bien que le projet de loi confie à la profession l'organisation de la place. Le règlement général est homologué

par le ministre chargé de l'économie. La commission des opérations de bourse, la Banque de France sont consultées pour les parties qui les concernent. Mais le règlement est élaboré par le conseil des bourses, c'est-à-dire par la profession. La volonté est très nette de rapprocher Paris des autres places en remettant aux professions l'essentiel des responsabilités dans l'organisation et le fonctionnement du marché.

Pour l'admission des sociétés de bourse, le règlement précise les compétences que le conseil des bourses détient déjà aux termes de l'article 4 (agrément).

Une carte professionnelle sera délivrée aux employés des sociétés de bourse dans des conditions à préciser dans le règlement. Il s'agit d'une innovation, de manière à permettre, sous l'autorité des professionnels, de vérifier que les employés des sociétés de bourse remplissent certaines garanties. De cette manière, la sécurité du marché et les règles relatives au respect de la déontologie pourront être plus facilement respectées.

Le règlement définira également le fonctionnement d'un fonds de garantie. Ce point sera abordé un peu plus loin.

b) Admission et radiation des valeurs

Le conseil des bourses est compétent pour l'admission, la radiation et la suspension des valeurs mobilières. Pour les deux premières compétences, le conseil agit, sauf opposition de la C.O.B. Pour la troisième, il agit sur réquisition de la C.O.B.

Cette disposition apporte un changement important par rapport au droit actuel. En effet aujourd'hui, les décisions relatives à l'accès à la cote sont prises par la C.O.B. On retrouve la volonté de confier à la profession la gestion du marché tout en donnant à la C.O.B. un rôle de surveillance.

2. Nature juridique du règlement

Elaboré par un organisme professionnel, homologué par le ministre chargé de l'économie, le règlement général est un acte administratif. A ce titre, il est susceptible de recours en appel devant le Conseil d'Etat. Ceci résulte de la nature du règlement lui-même.

3. Le problème de la garantie

Le texte de loi dans la rédaction proposée par le Gouvernement se borne à indiquer que les règles relatives à la constitution et à la gestion d'un fonds de garantie sont précisées par le règlement général. Tel qu'il est rédigé, cet alinéa de l'article 6 ne semble pas régler de manière suffisamment claire le problème de la garantie. Les problèmes de garantie sont d'une extrême importance pour la sécurité de la place, considérée généralement comme très grande et qu'il est nécessaire de maintenir à ce niveau.

Dans le système prévu par le texte de loi, on se trouve en face de deux mécanismes de garantie pour assurer la sécurité du marché.

a) Les différentes garanties prévues par le texte du projet de loi

La garantie des sociétés de bourse

Agissant sur le marché des valeurs mobilières, les sociétés de bourse prennent des engagements. En cas de défaillance sur tel ou tel point, seraient successivement appelées : les ressources de la société, celles du fonds de garantie, celles de l'I.F.S. dont le texte de loi précise (article 9) qu'elle apporte en tant que de besoin son soutien au fonds de garantie. Au-delà de ces ressources, on se trouverait devant la situation où il doit être fait application de l'article 10 ; le Gouvernement prend par décret les mesures nécessitées par les circonstances. L'actuel système de solidarité des agents de change disparaît donc.

La garantie des maisons de titres

Certaines sociétés de bourse auront, à leur demande, le statut de maison de titres tel qu'il est prévu par la loi bancaire dans son article 99. De ce fait, la garantie applicable aux opérations menées en cette qualité sera différente de celle applicable à leur activité de société de bourse.

En effet, le dispositif bancaire prévoit en principe en cas de défaillance que l'on fasse appel successivement aux ressources de la maison de titres, à la garantie collective de la place (différente néanmoins pour les établissements membres de l'A.F.B. et ceux qui ne le sont pas tels les coopératives et mutuelles) et si cela ne suffisait pas aux actionnaires de ces maisons. Dans ce dernier cas le gouverneur de la Banque de France, en vertu de l'article 52 de la loi bancaire, peut inviter les maisons mères et les actionnaires à soutenir un établissement défaillant.

Les établissements étrangers

S'ils sont soumis à la loi bancaire, le dispositif de l'article 52 s'applique. Pour les sociétés de bourse, les maisons mères devront s'engager à respecter les règles de la place par des lettres de confort qui leur seront demandées par les autorités françaises.

b) Le chevauchement des activités

Dans la rédaction du projet de loi présenté au Parlement en cas de défaillance d'une société de bourse, il apparaît que, quelle que soit l'activité à l'origine de la défaillance, on appelle d'abord les ressources de la société, celles du fonds de garantie, celles de l'I.F.S. Si cette société de bourse est aussi maison de titres, on appellerait les ressources de l'actionnaire au cas où la place bancaire le déciderait à l'invitation du Gouverneur de la Banque de France.

Cette situation n'est pas satisfaisante :

- il conviendrait de distinguer les activités "boursières" et "bancaires" afin de leur appliquer les différents mécanismes de garantie séparément ;

- il ne paraît pas logique en cas de défaillance d'une société de bourse qui serait aussi maison de titres que la solidarité (fonds de garantie, I.F.S.) boursière joue d'abord si la société défaillante l'est en raison de ses activités bancaires.

Il est donc proposé de limiter la garantie boursière (fonds de garantie et I.F.S.) aux activités "boursières" des sociétés de bourse. Un amendement est proposé en ce sens.

Cette solution paraît plus satisfaisante que celle du projet de loi. Elle exigera cependant de distinguer l'origine du sinistre. Cela sera compliqué parce que certaines activités seront communes aux maisons de titres et aux sociétés de bourse, notamment la gestion du portefeuille.

C'est pourquoi, afin d'éviter toute ambiguïté dans le futur, il est proposé de clarifier les responsabilités au moins en ce qui concerne la gestion de portefeuilles ou de fonds assortis d'un mandat. Les maisons de titres disposent, au titre de l'article 99 de la loi bancaire du 24 janvier 1984, de la faculté d'effectuer une telle gestion. Or, les agents de change peuvent aussi le faire et les sociétés de bourse ont, aux termes de la loi, reçu très explicitement cette faculté.

Il serait donc utile de disposer qu'en cas de défaillance due à ce type d'activité, toute société de bourse, qu'elle soit ou non maison de titres, reçoit l'appui du fonds de garantie prévu à l'article 6.

c) Le MATIF et le cas des sociétés "indépendantes"

Dans le système de garantie un point reste relativement mal déterminé. Il s'agit de celui des activités des sociétés de bourses lorsqu'elles opèrent sur le marché à terme des instruments financiers.

Le fonds de garantie couvrant les engagements pris par les sociétés à l'égard de la clientèle, il semblerait que les opérations sur le MATIF de la société pour son propre compte ne soient pas couvertes. En pratique, il faut espérer que les règles de sécurité édictées par les autorités du MATIF seront suffisantes. Au cas où elles ne le seraient pas, la garantie du fonds jouerait indirectement; il est probable que le sinistre empêcherait la société d'honorer ses engagements à l'égard de sa clientèle, et qu'à ce moment le fonds de garantie devrait intervenir.

Pour ce qui concerne le MATIF, les garanties demandées par la Chambre de compensation des instruments financiers comprennent notamment la nécessité pour les opérateurs de disposer de fonds propres d'un montant de 100 millions de francs. Aucune charge d'agents de change n'ayant, au moment de la création du MATIF, pu satisfaire à cette exigence, la Chambre syndicale des agents de change a donné sa caution pour plusieurs centaines de millions de francs. Il est souhaitable que cette garantie soit maintenue dans la période transitoire précédant la mise en place du Conseil des bourses de valeurs. Il est

souhaitable que le Conseil ait la faculté de changer de politique sur ce point.

Le deuxième point qui pourra dans la future organisation poser quelques questions est celui des sociétés de bourse qui ne deviendraient pas filiales d'un grand groupe. Elles n'auraient pas d'actionnaire puissant, notamment bancaire. Au cas où elles seraient "maison de titres", la solidarité bancaire jouerait en leur faveur alors qu'elles ne seraient pas elles-mêmes adossées à des capitaux importants. Il faut espérer que ce cas de figure n'amènera pas les autorités de la place à être trop restrictives pour l'entrée dans le club des "maisons de titres".

Il est nécessaire d'indiquer qu'un moyen de garantir la sécurité de la place avait été envisagé puis, il a été abandonné. Il s'agissait d'avoir recours à la solidarité de la place dans les conditions analogues à celles prévues par l'article 52 de la loi bancaire du 24 janvier 1984. L'appel aux associés de la société de bourse défaillante et aux autres sociétés de bourses était notamment envisagé. Cette méthode n'a finalement pas été retenue.

L'extension des dispositions prévues à l'alinéa 3 de l'article relatives à la carte professionnelle paraît nécessaire ; il serait opportun de prévoir que cette carte est délivrée non aux employés des sociétés de bourse mais aux personnes placées sous l'autorité ou agissant pour le compte des sociétés de bourse ainsi qu'au personnel du Conseil des bourses et de l'I.F.S.

Un amendement est proposé en ce sens.

•

• •

Votre commission ayant adopté les trois amendements proposés par son rapporteur, elle vous demande en conséquence d'adopter le présent article ainsi modifié.

ARTICLE 7

Compétences disciplinaires du Conseil des bourses de valeurs à l'égard des sociétés de bourse

Commentaires.- Le présent article définit le pouvoir disciplinaire du conseil des bourses de valeurs à l'encontre des sociétés de bourse.

Les sanctions qui peuvent être infligées sont le blâme, l'interdiction, à titre temporaire ou définitif, de tout ou partie des activités et le retrait de l'agrément.

En outre, le conseil peut infliger des sanctions pécuniaires dont le montant ne peut être supérieur à 5 millions de francs ou au décuple du montant des profits éventuellement réalisés. Les sommes sont versées au fonds de garantie visé à l'article précédent.

Enfin, le conseil des bourses de valeurs peut, en cas d'urgence, prononcer la suspension temporaire d'exercice de tout ou partie de l'activité d'une société de bourse.

Votre commission vous propose deux amendements :

Le premier vise à éviter que les décisions de suspension d'activité ne puissent voir leur application différée en cas de recours par la voie du sursis à exécution qui peut être décidé par le juge administratif, au vu de moyens *a priori* sérieux et d'un préjudice difficilement réparable.

En effet, le sursis conduisait à maintenir -ne serait-ce que provisoirement- l'activité d'une société de bourse suspendue par le Conseil, avec des conséquences qui peuvent se révéler négatives, ce type de décisions étant pris par le Conseil au vu de la situation de la société et de l'intérêt général du fonctionnement du marché.

Le deuxième amendement propose de reprendre la solution de l'actuel article 21 du décret du 7 octobre 1890 dont il résulte que le pouvoir disciplinaire est exercé par la chambre syndicale "soit d'office, soit à la demande du Ministre chargé des finances,

soit en cas d'agissement préjudiciable au bon fonctionnement du marché à la demande de la Commission des opérations de bourse". Aussi, vous est-il proposé de compléter le premier alinéa du présent article par la phrase : "Le conseil agit soit d'office, soit à la demande du Commissaire du Gouvernement ou de la Commission des opérations de bourse".

*

* *

Après la présentation par votre rapporteur des deux amendements qu'il propose, M. Josy Moinet a fait remarquer que le choix en faveur d'un recours non suspensif créait une situation exorbitante du droit commun car elle aboutissait en fait à modifier la procédure de droit commun devant le Conseil d'Etat. Pour M. Raymond Bourguine, la procédure du sursis à exécution est à considérer car les membres du Conseil des bourses sont amenés à juger leurs pairs. Aussi, s'est-il prononcé en faveur d'une procédure de référé dans les meilleurs délais.

En réponse aux intervenants, le rapporteur s'est engagé à poursuivre la réflexion sur ces points.

Sous cette réserve, la commission ayant adopté les deux amendements proposés par votre rapporteur, elle vous demande de voter l'article 7 ainsi modifié.

ARTICLE 8

Compétences disciplinaires du Conseil des bourses de valeurs à l'égard des employés des sociétés de bourse

Commentaires.- Le présent article définit le pouvoir disciplinaire du conseil des bourses de valeurs à l'encontre des employés des sociétés de bourse.

Tout manquement aux obligations professionnelles des employés des sociétés de bourse donne lieu à des sanctions par le conseil. Les sanctions sont le blâme, le retrait temporaire ou définitif de la carte professionnelle. Des sanctions peuvent être

infligées en cas de réalisation d'un profit obtenu en méconnaissance de ses obligations professionnelles par l'employé, sans que le montant puisse excéder le triple du profit réalisé.

Votre commission vous propose deux amendements :

- Le premier, purement rédactionnel, vise à remplacer la dernière phrase de l'article par la phrase : "Le montant des sanctions ne peut excéder le triple du profit réalisé". En effet, dans la rédaction du projet de loi, il est fait référence à la notion d'"amende". Le terme paraît ambigu. Il semble préférable de parler de sanctions car il ne s'agit pas ici des sanctions pénales mais des sanctions professionnelles.

- Le deuxième amendement se propose de remplacer les trois premières phrases du présent article par la rédaction suivante : "Tout manquement aux obligations professionnelles en rapport avec le marché financier des personnes placées sous l'autorité ou agissant pour le compte des sociétés de bourse ou de l'institution financière spécialisée visée à l'article 9, peut donner lieu à des sanctions par le conseil des bourses de valeurs. Les sanctions sont le blâme et le retrait temporaire ou définitif de la carte professionnelle. En cas d'urgence, la personne peut être suspendue, sans que cette décision puisse faire l'objet d'un sursis à exécution".

En effet, l'expression "tout manquement aux obligations professionnelles" revêt un caractère beaucoup trop large puisqu'elle confère au conseil des bourses de valeurs un pouvoir de sanctions sur une matière qui peut être sans rapport avec le fonctionnement du marché (exemple : le respect des horaires). Cet amendement a ainsi pour objectif de circonscrire la compétence du conseil.

D'autre part, il convient de combler un oubli dans le texte proposé en mentionnant que les sanctions disciplinaires peuvent être appliquées au personnel de l'institution financière spécialisée. Il paraît normal que les agents de cette institution soient soumis aux mêmes règles que ceux des sociétés de bourse.

Enfin, il faut éviter que les décisions de suspension des salariés prises par le Conseil des bourses ne fassent l'objet d'un sursis à exécution en cas de recours devant le juge administratif.

Le sursis conduirait, là aussi, à maintenir un salarié dans des activités qui se sont révélées critiquables au point de justifier

la décision du Conseil, ce qui pourrait avoir des conséquences préjudiciables pour le salarié lui-même, et pour le marché.

*

* *

Sous réserve de l'engagement pris par le rapporteur de poursuivre la réflexion sur le problème du sursis, votre commission ayant adopté les deux amendements proposés par son rapporteur, vous demande d'adopter le présent article ainsi modifié.

ARTICLE 9

Institution financière spécialisée

Commentaires.- L'article 9 a pour objet de créer une institution financière spécialisée constituée entre les différentes sociétés de bourse. Cette institution accomplira des tâches de gestion. Elle est l'organe de gestion, l'exécutif du marché, le Conseil des bourses constituant l'autorité législative et judiciaire de la place.

Deux des tâches imparties à l'institution spécialisée sont définies par l'article ; il s'agit de l'enregistrement des transactions et de la publicité des négociations.

Mais bien d'autres fonctions devront être assurées par cet organisme, qui succèdera en fait à la Chambre syndicale des agents de change. Une d'entre elles est définie par le texte : apporter en tant que de besoin son soutien au fonds de garantie. Il s'agit là d'un des emplois définis par la loi du patrimoine de la Chambre syndicale, qui se composerait d'immeubles mais aussi d'actifs plus liquides. Ce patrimoine doit être apporté à l'I.F.S.

Le statut de l'I.F.S. choisi pour permettre à l'organisme d'intervenir sur les marchés financier et monétaire permet un certain contrôle par l'Etat. De nombreux établissements financiers disposent de ce statut ; ainsi, le Crédit national ou le Crédit foncier de France. La nomination des dirigeants est, en général, opérée soit par l'Etat directement soit avec son

approbation. C'est le cas ici aussi. La nomination du directeur général est soumise à l'agrément du Ministre. Les statuts de l'I.F.S. doivent être approuvés par le ministre chargé de l'économie. Comme tout I.F.S., celui-ci sera doté d'un commissaire du Gouvernement désigné par le ministre. Les I.F.S. constituent une des catégories d'établissements prévus par la loi de janvier 1984 sur les banques. A ce titre, ils sont soumis à la réglementation bancaire.

L'article prévoit également l'affectation comme recette des dépôts effectués auprès de l'I.F.S. en garantie d'opération de compensation dans la limite des dettes engendrées envers elle par ces opérations. Il est probable que d'autres recettes seront perçues par l'institution financière notamment pour des services rendus.

Il est proposé une modification rédactionnelle afin de rendre le texte plus précis. Il serait préférable de disposer que l'institution financière est constituée entre les sociétés de bourse plutôt que par les sociétés de bourse. Le terme "entre" permet de préciser que seules des sociétés de bourse constituent l'I.F.S., celui de "par" pouvant laisser penser que d'autres organismes que ces sociétés participeraient à la constitution de l'I.F.S.

*

* *

Votre commission ayant adopté cet amendement, elle vous demande de voter le présent article ainsi modifié.

ARTICLE 10

Compétence du Gouvernement en cas de carence du Conseil des bourses de valeurs

Commentaires.- En cas de carence du Conseil des bourses de valeurs, le Gouvernement prend par décret les mesures qu'exigent les circonstances. Il s'agit d'un texte visant les

circonstances exceptionnelles, l'urgence. Sans doute, le terme de carence n'est pas très précis (1). Le texte ne dit rien sur la manière dont doit être constaté l'état de carence ni comment elle se manifeste.

Néanmoins, un tel dispositif paraît utile. Il pourrait se révéler efficace en cas de crise grave.

*
* *

Votre commission des finances vous propose d'adopter cet article.

ARTICLE 11

Extension des pouvoirs d'enquêtes de la Commission des opérations de bourse

Commentaires.- Créée par l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967, la Commission des opérations de bourse (C.O.B.) est "chargée de veiller à la protection de l'épargne investie en valeurs mobilières ou tous autres placements donnant lieu à l'appel public à l'épargne, à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés de valeurs mobilières ou de produits financiers cotés".

En vue d'assurer l'exécution de sa mission, la C.O.B. dispose d'un pouvoir d'enquête qui prend essentiellement la forme d'un véritable droit de communication à l'égard de tous les intervenants sur les marchés de valeurs mobilières, c'est-à-dire les banques, les sociétés émettrices et les agents de change.

(1) Le petit Larousse définit la carence comme l'état de celui qui manque à sa tâche, à ses obligations.

a) Les limites de l'actuel pouvoir d'enquête

Défini au premier alinéa de l'article 5 de l'ordonnance précitée, le pouvoir d'enquête de la C.O.B. se trouve actuellement inséré dans une série de règles très strictes.

En effet, aux termes du texte précité, la décision d'engager une enquête est prise dans le cadre d'une délibération particulière à chaque société. Le contrôle porte alors sur une valeur précise. Or, au cours de leurs investigations, les agents de la C.O.B. peuvent découvrir ou soupçonner l'existence de pratiques abusives dans un secteur ne relevant pas directement de l'entreprise contrôlée. Dans une telle situation, la législation ne leur permet pas d'étendre spontanément leur enquête. De même, la rédaction actuelle de l'article 5 de l'ordonnance de 1967, interdit à la C.O.B. d'effectuer un contrôle général sur un marché spécifique ou une catégorie particulière de valeurs mobilières.

Parallèlement, l'ordonnance reconnaît un pouvoir d'enquête aux seuls agents de la C.O.B. Cet organisme ne peut donc, de droit, mandater un expert pour effectuer tout ou partie des investigations nécessaires.

Enfin, si l'enquêteur a le droit de se faire communiquer tous les documents qu'il estime utiles à l'exercice de sa mission, cette faculté ne joue qu'à l'égard des professionnels, des banques et des sociétés émettrices, c'est-à-dire par définition celles faisant appel public à l'épargne.

Or, une telle restriction s'avère très gênante dans le cadre d'un groupe de sociétés. En effet, il est impossible d'exiger des informations de la part de la société mère -ou d'une filiale- dont les actions ne sont pas cotées.

b) Une redéfinition du pouvoir d'enquête

Le présent article propose de reformuler les pouvoirs d'enquête de la C.O.B. afin d'éliminer les obstacles précédemment mis en évidence.

Ainsi, la décision d'enquête nécessitera toujours une délibération particulière, mais toute référence à une société précise disparaît. Ainsi, la C.O.B. pourra désormais organiser des contrôles sur plusieurs sociétés, un marché spécifique ou une catégorie de valeurs mobilières.

De même, l'enquête pourra être réalisée par un agent habilité par la C.O.B. Celle-ci aura donc la faculté de faire appel, sans restriction, à des compétences extérieures.

Parallèlement, le droit de communication se trouve profondément remanié.

Par rapport à la situation actuelle, il est élargi notamment aux filiales de sociétés cotées, aux gestionnaires de portefeuille et aux analystes financiers.

Enfin, l'enquêteur de la C.O.B. aura désormais la possibilité d'obtenir une copie de tous les documents quel qu'en soit le support.

Votre commission des finances estime que ce renforcement des pouvoirs de la Commission des opérations de bourse est un élément indispensable pour réduire les risques de comportements répréhensibles.

Ainsi, vous propose-t-elle un premier amendement ayant pour objet d'autoriser la C.O.B. à exercer son droit de communication auprès des personnes -morales ou physiques- qui contrôlent une société cotée. En effet, dans sa rédaction actuelle, le texte de l'article 11 n'ouvre pas une telle faculté et, de fait, laisse donc subsister une lacune importante dans les possibilités d'investigation du seul organisme de contrôle extérieur du marché.

Toutefois, il est clair que les nouveaux moyens offerts à la C.O.B. n'ont qu'un seul objectif: lui permettre d'assurer pleinement sa mission.

Aussi, votre commission des finances souhaite-t-elle le rappeler afin d'éviter tout malentendu. Tel est donc l'objet du deuxième amendement qu'elle vous propose.

*

* *

Lors de l'examen en commission, celle-ci a adopté les deux amendements proposés par votre rapporteur. En conséquence, votre commission vous demande de voter le présent article ainsi amendé.

ARTICLE 12

Entraves à l'exercice des missions des agents de la C.O.B.

Commentaires.- Le présent article propose de redéfinir les sanctions applicables aux personnes physiques ou morales qui refusent de donner suite aux demandes formulées par la C.O.B. dans le cadre de ses enquêtes. De fait, il apporte un complément indispensable dans l'actuelle législation, en créant un véritable délit d'entrave aux fonctions des agents de la C.O.B.

a) L'actuelle législation présente des lacunes.

Dans sa rédaction actuelle, l'article 10 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 ne prévoit des sanctions que dans deux cas précis d'opposition au contrôle de la C.O.B.

Ainsi, les personnes refusant de communiquer des pièces lors d'une enquête sur place sont passibles des peines prévues à l'article 458 de la loi du 24 juillet 1966, c'est-à-dire un emprisonnement de un à cinq ans et/ou une amende de 2.000 F à 120.000 F. En fait, cette sanction est également celle prévue en cas d'opposition du contrôle des commissaires aux comptes.

De même, l'ordonnance de 1967 indique que le refus de répondre aux convocations de la C.O.B. est passible des peines prévues à l'article 484 de la loi du 24 juillet 1966. Toutefois, cette précision reste sans portée pratique, dans la mesure où ledit article 484 a été abrogé par la loi du 1er mars 1984. En réalité, l'absence de réponse à une convocation demeure impunie.

Dans l'ensemble, ce dispositif présente donc des lacunes importantes. De plus, il ne permet pas de poursuivre les personnes fournissant des renseignements mensongers ou refusant de communiquer par écrit les éléments indispensables à l'exercice des missions de la C.O.B. Dans de telles situations, l'organisme de contrôle ne peut que prendre acte de la carence.

b) Le texte proposé

A l'heure où la réforme de la bourse va permettre l'apparition de conglomérat financier très diversifié, il devenait

plus qu'urgent de doter la C.O.B. des moyens juridiques lui permettant d'assurer pleinement sa mission de surveillance.

Dans cette optique, le présent article s'analyse comme le complément indispensable des dispositions de l'article 11. En effet, il propose de créer un véritable délit d'entrave aux fonctions des agents de la C.O.B.

Désormais, tout obstacle mis à l'exercice des pouvoirs d'enquêtes des agents de cet organisme sera puni d'un emprisonnement de quinze jours à deux ans et/ou d'une amende de 15.000 F à 2 millions de francs.

Certes, la notion "d'obstacle" peut paraître imprécise et recouvrir des réalités très différentes selon les situations. Toutefois, votre Commission estime que la protection et l'information des épargnants constituent des objectifs majeurs à l'heure où le marché financier connaît une évolution spectaculaire et une sophistication croissante. Il est donc nécessaire que tous les intervenants directs sur le marché des valeurs mobilières acceptent de fournir à la C.O.B. les renseignements nécessaires à l'accomplissement de sa mission.

*

* *

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

ARTICLE 13

Délit d'initié et délit de fausse information

Commentaires.- D'une manière générale, un opérateur intervient sur le marché boursier en fonction des informations dont il dispose. Celles-ci lui permettent en effet de se forger une opinion sur l'évolution future des titres auxquels il s'intéresse. Toutefois, pour que l'égalité entre épargnant soit respectée, il est nécessaire que tous les opérateurs aient la possibilité d'accéder à

des éléments d'informations identiques et, dans la mesure du possible, fiables.

Des dispositions ont donc été adoptées afin de réprimer d'une part, les opérations d'initié et d'autre part, les manoeuvres visant à repandre de fausses informations.

Dans notre législation, ces deux types de délit sont définis à l'article 10-1 de l'ordonnance du 28 septembre 1967. Toutefois, malgré un aménagement introduit en 1983, leur contenu reste très rigide. Aussi, pour éviter que de tels agissements puissent demeurer impunis à une époque où l'épargne retrouve le chemin de la bourse, le présent article se propose-t-il de requalifier ces deux délits.

I. LE DELIT D'INITIE

Le paragraphe I de l'article traite de ce qu'il est convenu d'appeler le délit d'initié.

D'une manière générale, les initiés sont des personnes qui, en raison de leur fonction, détiennent des informations intéressant la bourse. Pour devenir des délinquants, ils doivent avoir faussé le jeu du marché boursier en utilisant, avant l'heure, une information privilégiée.

Ainsi, suivant les dispositions de l'actuel article 10-1 de l'ordonnance du 28 septembre 1967, trois conditions sont nécessaires pour que le délit soit constitué :

— il faut être un "initié", c'est-à-dire avoir, de par ses activités professionnelles, connaissance d'une information privilégiée. A cet égard, la loi distingue deux situations :

. les initiés de droit: ce sont d'une manière générale les dirigeants de la société. De fait, une présomption de connaissance de l'information privilégiée pèse sur ces personnes;

. les initiés de fait, c'est-à-dire toutes les autres personnes qui, à l'occasion de l'exercice de leur profession, ont accès à l'information privilégiée. Toutefois, pour ceux-ci, il est nécessaire d'apporter la preuve qu'ils ont effectivement disposé de l'information.

— L'information doit être véritablement privilégiée. Elle doit donc être précise, connue d'un nombre très limité de

personnes et porter sur les perspectives de la situation d'une société émettrice ou sur les perspectives d'évolution d'une valeur mobilière. En revanche, dès lors qu'elle est connue du public, l'information perd son caractère privilégié.

– L'initié doit avoir utilisé cette information privilégiée pour réaliser des opérations de bourse. Il faut donc établir un lien formel entre la connaissance de l'information et la réalisation des transactions.

Dans sa rédaction actuelle, ce dernier élément constitutif du délit s'avère très restrictif. En effet, il est particulièrement délicat d'apporter la preuve formelle que les transactions effectuées par l'initié ont été réalisées sur le fondement de l'information privilégiée. De plus, en faisant référence au seul marché boursier le texte actuel ne permet pas de sanctionner les opérations d'initié qui ont lieu lors de cessions directes de titres, de souscriptions de valeurs mobilières et d'achats ou ventes d'actions de SICAV et de parts de fonds commun de placement.

Le présent article a pour objet de lever ces deux obstacles. Il propose d'une part, de faire référence au marché dans son ensemble, et d'autre part, de supprimer le lien entre l'intervention sur le marché et la connaissance des informations privilégiées comme fondement de cette intervention.

De fait, il revient à créer une véritable obligation d'abstention pour toute personne ayant connaissance d'une information non encore publique et susceptible d'influer sur le cours d'un titre.

II. LE DELIT DE FAUSSE INFORMATION

Ce délit est actuellement défini par le dernier alinéa de l'article 10-1 de la même ordonnance du 28 septembre 1967, qui dispose :

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

De cette rédaction, il ressort que trois éléments sont indispensables pour qu'il y ait délit.

Il faut en premier lieu répandre sciemment des informations fausses ou trompeuses. Cela suppose donc une démarche volontaire, effectuée en toute connaissance de cause.

Les informations doivent en outre être répandues dans le public. La diffusion ne se limite donc pas à un cercle restreint.

Enfin, cette manoeuvre doit avoir pour finalité d'agir sur le cours du titre.

Or, ce dernier élément restreint considérablement la portée pratique des actuelles dispositions relatives aux manipulations de cours. En effet :

- d'une part, il convient de prouver que l'information erronée a été diffusée avec l'intention de fausser l'évolution normale du titre,

- d'autre part, elle ne permet pas de poursuivre les personnes diffusant de fausses informations pour des motifs autres que celui d'agir sur le cours du titre (nuire à l'image d'une société ou contrer une offre publique d'achat par exemple).

Le présent article propose donc d'éliminer ces obstacles en supprimant la finalité du délit, c'est-à-dire la volonté d'agir sur les cours. En outre, il prévoit d'étendre ces dispositions aux informations relatives à des produits financiers cotés qui ne présentent pas les caractéristiques de valeurs mobilières. C'est par exemple le cas des contrats sur le marché à terme d'instruments financiers et les options sur actions ou indice.

*

* *

Votre commission des finances vous propose d'adopter cet article sans modification.

ARTICLE 14

Délit de manipulation de cours

Commentaires.- Le présent projet propose de combler une lacune accidentelle de l'actuelle législation. En effet, l'ordonnance du 1er décembre 1986 ayant abrogé l'article 419 du code pénal, le délit de manipulation de cours n'a plus de base juridique. Aussi, est-il nécessaire de le redéfinir tout en l'actualisant.

a) Le régime de l'ancien article 419 du code pénal

L'article 419 du code pénal avait une vocation relativement générale : il servait de base pour réprimer les coalitions sur les différents marchés. Toutefois, de par sa rédaction, il trouvait à s'appliquer en matière de valeurs mobilières.

Dans le cadre de cette législation, le délit de manipulation de cours comportait trois éléments distincts :

Pour qu'il y ait délit, il fallait tout d'abord une action, entendue par la jurisprudence comme une action anormale distincte d'une simple intervention sur le marché.

Cette action devait avoir pour conséquence d'entraîner une hausse ou une baisse artificielle des cours.

Enfin, ces deux éléments matériels devaient conduire l'opérateur à réaliser un gain personnel ne résultant pas du jeu naturel de l'offre et de la demande.

En réalité, dans son ensemble, cette définition du délit de manipulation de cours n'était pas très satisfaisante. Il se révélait matériellement très délicat de faire la distinction entre les pratiques répréhensibles et la spéculation, qui elle, n'est pas condamnable en droit. En revanche, la référence à la notion de "gain" interdisait de poursuivre toute manoeuvre ne se concrétisant pas par un bénéfice direct pour leur auteur.

b) Le régime proposé :

Dans la nouvelle définition de la manipulation de cours, telle qu'elle résulte du présent article, le délit est caractérisé par trois éléments :

- l'existence d'une "action" exercée sciemment sur le marché. Cet élément matériel pourra donc prendre la forme d'instructions, d'ordres d'achat ou de ventes, etc...

- Cette manoeuvre doit en outre s'accompagner de l'une des deux conséquences suivantes :

- soit entraver à son profit, le bon fonctionnement du marché. On retrouve ainsi les principes de base de l'ancien article 419 du code pénal, c'est-à-dire, d'une part, gêner le libre jeu de la loi de l'offre et de la demande, et d'autre part, rechercher un avantage personnel. Toutefois, sur ce dernier point, la référence à la notion de "à son profit", apparaît plus large et moins restrictive que celle "gain". Les difficultés soulevées pour l'application de l'ancien article 419 du code pénal devraient donc disparaître;

- soit induire autrui en erreur, afin de l'inciter à acheter ou à vendre, ou à l'en dissuader, c'est-à-dire tromper l'investisseur sur la valeur réelle d'une opération pour le conduire à adopter un comportement différent de celui qu'il aurait eu naturellement. Par rapport à l'ancienne législation, il s'agit donc d'une innovation importante.

Dans l'ensemble, la nouvelle définition du délit de manipulation de cours se révèle plus large que celle qui résultait des dispositions de l'article 419 du code pénal. Toutefois, le texte prévoit une sorte de garantie, en précisant que la juridiction saisie d'une affaire de ce type devra obligatoirement recueillir l'avis de la commission des opérations de bourse ainsi que, selon les cas, celui du conseil des bourses de valeurs ou du conseil du marché à terme d'instruments financiers. Ainsi, les organismes professionnels ou de contrôle auront à exprimer leur opinion.

c) Les propositions de votre Commission

Sur le fond, votre Commission des finances considère qu'il est nécessaire de rétablir une disposition répressive permettant de sanctionner les pratiques abusives de certains opérateurs. En effet, l'honnêteté et la transparence du marché sont les éléments

fondamentaux pour entretenir la confiance des nombreux épargnants qui, aujourd'hui, découvrent la bourse.

Votre Commission estime cependant que le texte proposé par le gouvernement présente quelques inconvénients. En particulier, la notion "d'induire autrui en erreur, afin de l'inciter à acheter ou vendre, ou à l'en dissuader" se prête à des interprétations multiples. On pourrait ainsi se demander si les opérations de régularisation des cours, bien que prévues par la loi, ne conduisent pas à tromper les investisseurs. Il en va de même pour les actions conduites lors d'une introduction en bourse.

Aussi votre Commission des finances vous propose-t-elle un amendement ayant un double objet :

- d'une part, il tend à faire disparaître le membre de phrase "ou d'induire autrui en erreur, afin de l'inciter à acheter ou vendre, ou à l'en dissuader". La nouvelle définition du délit de manipulation de cours se rapprochera donc des anciennes dispositions de l'article 419 du code pénal;

- d'autre part, il remplace le mot "action" par le mot "manoeuvre" afin de souligner le caractère organisé de l'opération qui se trouve à l'origine du délit.

*

* *

L'amendement proposé par votre rapporteur ayant été adopté lors de l'examen en commission, celle-ci vous demande de voter cet article ainsi modifié.

ARTICLE 15

Opérations effectuées par les salariés des intermédiaires financiers pour leur propre compte

Commentaires.- Cet article a pour objet de permettre aux intermédiaires financiers d'éviter l'utilisation abusive, par leurs salariés, des informations auxquelles ils peuvent avoir accès.

A cet effet, il est dit que le règlement intérieur de ces organismes prévoira deux types de dispositions :

- les conditions dans lesquelles les salariés qui effectuent des opérations pour leur propre compte, doivent en informer leur employeur, qui ne pourrait donc pas se voir opposer l'argument d'atteinte à la liberté individuelle du salarié:

- les obligations qui s'imposent en vue d'éviter la divulgation d'informations confidentielles: il s'agit à la fois du respect du secret professionnel et d'une obligation de discrétion qui interdit de divulguer une information concernant la situation des clients.

Sur cet article, votre commission vous propose un amendement qui tend à étendre le contenu obligatoire du règlement intérieur des intermédiaires financiers. En effet, actuellement, le principe des opérations effectuées à titre personnel n'est limité par aucun texte.

Dans l'état actuel du droit, aucune obligation, de forme ou de fond ne s'impose aux salariés effectuant des opérations pour leur propre compte. Or, du fait des fonctions qu'ils exercent, ces salariés peuvent être tentés d'utiliser des informations confidentielles pour réaliser ces opérations.

Un texte de loi est nécessaire pour prévoir des obligations s'imposant aux salariés dans ce domaine: en effet, il s'agit d'apporter certaines précisions à l'exercice de leur libertés individuelles, précisions naturellement justifiées par des impératifs éthiques.

L'amendement qui vous est proposé prévoit que le règlement intérieur des organismes concernés doit donc aller

plus loin qu'une simple organisation de l'information sur les opérations réalisées à titre personnel.

Il doit également prévoir les conditions particulières dans lesquelles ces opérations peuvent être réalisées. De cette façon, l'employeur devrait pouvoir éviter les abus provenant de la situation spécifique des salariés et ce, en vertu d'un texte soumis à la concertation : en effet, l'article 422-36 du code du travail prévoit que le règlement intérieur ne peut être introduit qu'après avoir été soumis à l'avis du comité d'entreprise, ou à défaut, à l'avis des délégués du personnel.

*

* *

Votre commission a adopté l'amendement proposé par son rapporteur et vous demande en conséquence d'adopter le présent article ainsi modifié.

ARTICLE 16

Obligation de mandat écrit pour la gestion d'un portefeuille

Commentaires.- L'article 16 prévoit que la gestion du portefeuille de la clientèle ne peut être effectuée par les intermédiaires financiers que sur la base d'une convention écrite.

Actuellement, l'article 211 du règlement de la Compagnie nationale des agents de change prévoit que le mandat de gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières doit faire l'objet d'un acte écrit, signé par le titulaire du compte géré et par l'agent de change. Cet acte précise la nature des opérations dont l'initiative est laissée à l'agent de change.

D'après les informations recueillies par votre rapporteur, il semble que cette obligation d'écrit ne soit pas respectée dans un certain nombre de cas.

Or, l'existence d'une convention écrite -non pas pour chaque opération, mais sous forme d'un mandat de gestion du portefeuille, modifiable au gré du client- doit permettre de remplir deux conditions essentielles au fonctionnement du marché; une sécurité pour les deux contractants et une information des clients sur les opérations effectuées.

C'est pourquoi votre commission approuve l'article 16, dont l'effet est de rendre obligatoire l'existence de cette convention écrite dans tous les établissements concernés.

*

* *

En conséquence, votre Commission vous demande d'adopter le présent article sans modification.

ARTICLE 17

Communication d'informations entre les institutions

Commentaires.- L'article prévoit la possibilité de communications d'informations utiles à leurs missions entre le conseil des bourses de valeurs, la commission des opérations de bourse et la commission bancaire.

La nouvelle structure des sociétés de bourse et l'étendue des opérations effectuées par elles, justifient en effet pleinement la circulation d'informations entre ces établissements, dont le principe figurait déjà à l'article 20 de la loi de finances rectificative pour 1961, instituant la fusion du marché officiel de Paris et le marché des courtiers en valeurs mobilières.

Or, actuellement, le secret professionnel est prévu par des textes d'ordre législatif: l'ordonnance du 28 septembre 1967 (art. 5) prévoit que les membres et les agents de la commission des opérations de bourse sont astreints au secret professionnel pour les faits, actes et renseignements dont ils ont pu avoir

connaissance en raison de leurs fonctions, dans les conditions et sous les peines prévues à l'article 378 du code pénal.

De même, la loi du 24 janvier 1984 précise (art. 49) que toute personne qui participe ou a participé au contrôle des établissements de crédit, (...) est tenue au secret professionnel sous les peines prévues à l'article 378 du code pénal.

Il est nécessaire de prévoir un aménagement de ces textes afin de permettre une circulation des informations.

Votre commission vous propose une rédaction différente de l'article : en effet, le projet du Gouvernement prévoit la communication de ces informations en tenant compte des règles de secret professionnel. Chaque organisme pourrait donc opposer le secret professionnel aux demandes de communication.

Il est préférable de préciser que la transmission d'informations s'effectue, nonobstant toute disposition contraire, et que l'organisme recevant le renseignement sera tenu aux mêmes règles de secret professionnel que celui qui le lui communique.

Le deuxième alinéa de l'article 17 prévoit l'obligation, pour les sociétés de bourse, de communiquer à la Banque de France les informations nécessaires à l'élaboration des statistiques monétaires : actuellement, il va de soi qu'aucun circuit d'information de ce type n'est organisé pour les agents de change.

*

* *

Votre commission a adopté l'amendement proposé par son rapporteur et vous demande en conséquence d'adopter le présent article ainsi modifié.

ARTICLE 18

Constitution de l'institution financière spécialisée

Commentaires.- L'article organise le transfert des biens, droits et obligations de la compagnie nationale des agents de change à l'institution financière spécialisée visée à l'article 9. Le régime applicable à cette opération est celui de la fusion, qui implique notamment une exonération des plus-values dégagées, et un droit d'enregistrement réduit, selon le régime des articles 210 A et 816 du code général des impôts, expressément visés par ce texte. L'article 816 comporte une date limite à l'application des dispositions favorables concernant le droit d'enregistrement, qui est celle du 31 décembre 1987. Cependant, l'article 23 du projet de loi de finances pour 1988 prévoit que ces dispositions demeurent définitives.

La question de la répartition du capital de l'institution financière spécialisée entre ses membres constitutifs n'est pas abordée par le texte de loi.

La loi n° 66-1009 du 28 décembre 1966, portant création de la compagnie nationale des agents de change, à partir des compagnies d'agents de change prévoyait le transfert du patrimoine, mais aussi sa répartition : les droits des agents de change dans la caisse commune de la compagnie nationale avaient été fixés en respectant les droits de chacun dans les caisses communes des compagnies dissoutes.

Votre Commission vous propose d'adopter une règle comparable pour la répartition du capital de l'institution financière spécialisée, afin de garantir explicitement la neutralité de l'opération.

L'amendement qui vous est proposé en ce sens précise que chaque société de bourse reçoit des actions de l'institution financière spécialisée à due concurrence des droits acquis par elle, dans les réserves de la compagnie nationale.

. Enfin, le deuxième et le troisième alinéas rappellent le maintien en l'état des contrats et accords collectifs de travail en

vigueur, qui restent régis par le titre III du livre premier du code du travail, titre relatif à la détermination des relations collectives entre employeurs et salariés, ce qui signifie que la situation individuelle et collective des salariés des charges d'agents de change restera inchangée lors de la transformation des charges en sociétés de bourse.

. L'amendement proposé par votre commission à l'article 5 prévoit que le conseil des bourses représente collectivement les intérêts des membres de bourse.

L'adoption de cet amendement permettrait de donner compétence au conseil des bourses pour traiter des questions posées par le maintien des accords collectifs de travail, visés par le présent article.

*

* *

Votre commission ayant adopté l'amendement proposé par son rapporteur, elle vous demande de voter le présent article ainsi modifié.

ARTICLE 19

Mise en place des sociétés de bourse

Commentaires.- L'article 19 organise la mise en place des sociétés de bourse, en ménageant une période et des dispositions transitoires.

- Le premier alinéa pose le principe de l'accès de plein droit des agents de change en fonction aux activités des sociétés de bourse, dès la date de publication de la loi : cet accès sera donc ouvert aux quarante-cinq charges parisiennes et aux quinze charges de province existantes. Il se justifie notamment par la pratique des activités boursières que possèdent ces charges, et par l'intérêt d'assurer la continuité des transactions sur le marché.

Votre commission vous propose d'ajouter par amendement un deuxième alinéa à l'article premier, afin de

préciser de quelle manière se fera la transformation des charges d'agents de change en sociétés de bourse : en effet, quoique le texte proposé par le Gouvernement ne le précise pas, il est prévu que cette mutation se fera par ouverture du capital à des actionnaires extérieurs - notamment des établissements de crédit - ce qui est conforme à l'objectif affiché de cette réforme. Cependant, il est également prévu que cette ouverture du capital des charges se fera en trois étapes : 30 % au 1er janvier 1988, 49 % à partir du 1er janvier 1989 et 100 % à partir du 1er janvier 1990. Cette formule progressive permet sans doute d'imposer une certaine prudence aux charges, qui conservent le contrôle des sociétés de bourse pendant deux ans, et aux nouveaux actionnaires qui devront observer une période d'adaptation. Cependant, votre commission estime plus normal que les futurs intervenants sur le marché financier soient libres d'organiser l'ouverture de leur capital, afin de ne pas retarder leur indispensable transformation. Cette faculté correspond de plus à la réalité de bon nombre des opérations de rapprochement en train de s'opérer. C'est une question de bon sens et de pratique de la vie des sociétés.

C'est pourquoi, l'amendement proposé précise que l'ouverture du capital se fera sans limitation dès la date de publication de la loi.

Parallèlement, votre commission vous propose un deuxième amendement, qui vise à raccourcir d'un an le délai pendant lequel l'accès aux sociétés de bourse est réservé aux seules charges d'agents de change existantes avant la réforme.

S'il est nécessaire de ménager un délai minimal avant d'ouvrir cet accès, afin de permettre à la transformation de se faire dans de bonnes conditions, il faut éviter de provoquer un véritable attentisme de la place et retarder la construction d'une profession vraiment compétitive, qui devra être organisée avant de devoir affronter pleinement la concurrence européenne dès 1992.

Enfin, votre commission estime nécessaire d'organiser une période transitoire à l'entrée en vigueur de certaines mesures prévues par la loi, et pour cela vous propose un amendement à l'article en y ajoutant un quatrième alinéa. En effet, en attendant la mise en place du Conseil des bourses de valeur et l'édition de son règlement, il convient d'assurer une organisation minimale à la profession boursière, sans contrevenir à l'esprit du projet de loi. C'est pourquoi il est prévu que le syndic des agents de change agisse comme administrateur

général de l'institution financière spécialisée, jusqu'à l'entrée en fonction du Conseil des bourses de valeur.

Parallèlement, le règlement de la Compagnie nationale des agents de change s'applique aux sociétés de bourse jusqu'à l'intervention du règlement mentionné à l'article 6 - sous réserve des dispositions de l'article 9 relatives à l'institution et au rôle de l'institution financière spécialisée, et de l'article 19 qui prévoit l'ouverture du capital des charges d'agent de change, selon des règles qu'ils choisissent, dès la publication de la loi.

*

* *

Votre commission a adopté les trois amendements proposés par son rapporteur et vous demande en conséquence d'adopter le présent article ainsi modifié.

ARTICLE 20

Adaptation des textes en vigueur à la nouvelle terminologie

Commentaires.- L'article 20 adapte les textes en vigueur à la nouvelle terminologie des institutions et intervenants boursiers.

Les mots "agents de change" sont remplacés par les mots "sociétés de bourse", les mots "Chambre syndicale des agents de change" par les mots "Conseil des bourses de valeurs", conformément aux articles 1 et 6 du projet de loi.

De même, la notion de cotation officielle des valeurs, ou de cotation au second marché est remplacée par celle d'admission aux négociations par le Conseil des bourses de valeurs conformément à l'article 6 du projet de loi.

*

* *

Votre commission vous demande d'adopter le présent article sans modification.

ARTICLE 21

Champ d'application territorial

Commentaires.- L'article définit le champ d'application territorial de la loi, qui s'étend aux territoires d'Outre-mer, et à la collectivité territoriale de Mayotte.

Votre commission vous propose un amendement afin de préciser que la loi est applicable à la collectivité territoriale de Saint-Pierre et Miquelon, qui dispose également d'un statut particulier, et n'est donc pas visée par la rédaction actuelle.

*

* *

Votre commission a adopté l'amendement proposé par son rapporteur et vous demande en conséquence d'adopter le présent article ainsi modifié.

ARTICLE 22

Abrogation des textes caducs

Commentaires.- L'article 22 précise les conditions dans lesquelles certaines dispositions relatives au statut et aux attributions des agents de change sont maintenues ou abrogées selon leur compatibilité avec le projet de loi.

Le premier alinéa maintient en vigueur les articles 16 et 17 de la loi de finances rectificative pour 1964, qui définissaient le monopole des agents de change en y apportant certaines dérogations. Comme il est dit plus haut, votre commission vous

propose de supprimer ce premier alinéa dont les dispositions devraient figurer dans un article additionnel à l'article 1er.

Le deuxième alinéa abroge diverses dispositions :

- Le titre V du Code de commerce, relatif aux bourses de commerce, agents de change et courtiers, est abrogé en tant qu'il concerne les agents de change, sauf le deuxième alinéa de l'article 76.

- Les dispositions supprimées visaient :

. le rôle de constat des cours dans les bourses de commerce par les agents de change,

. le rôle d'intermédiaire des agents de change dans les actes de commerce,

. le monopole des agents de change dans la négociation des effets susceptibles d'être cotés, de la négociation par autrui des lettres de change en billets, et de tous papiers commercables et d'en constater le cours,

. le droit de faire les négociations de contrats à terme d'instruments financiers et d'en constater le cours,

. la possibilité d'assurer la gestion de portefeuille de valeurs mobilières, de se porter contrepartie et de constituer pour cela des sociétés.

Le monopole de négociation des valeurs mobilières, la possibilité de se porter contrepartie et de négocier des contrats à terme, pour les sociétés de bourse figurent maintenant à l'article premier du projet de loi.

Les autres dispositions abrogées étaient relatives :

. à la constitution des agents de change en sociétés,

. à l'obligation, pour les agents de change, de consigner par écrit les opérations,

. à l'impossibilité d'être agent de change après avoir été frappé des déchéances de la faillite personnelle,

. à l'interdiction de faire des opérations de commerce ou de banque pour leur propre compte,

. aux sanctions relatives à l'inobservation de cette interdiction.

Ces dispositions ne sont pas reprises dans le présent projet de loi. Elles devraient donc faire l'objet du futur règlement du Conseil des bourses de valeurs.

Le deuxième alinéa de l'article 76, maintenu, ouvre la possibilité aux agents de change de faire les négociations et le courtage des ventes achats des matières métalliques. Il leur confère le monopole du constat des cours.

L'ordonnance n° 58-1185 du 10 décembre 1958 portant extension de la garantie des chambres syndicales d'agents de change et modification de l'article 90 du Code de commerce.

Ce texte étendait la garantie de la chambre syndicale aux obligations résultant des dépôts -auprès des membres de la compagnie nationale des agents de change, de valeurs mobilières ou de sommes d'argent- à l'exception des devises étrangères et des matières métalliques.

Cette garantie, qui correspond aux activités de gestion de portefeuille, est assurée dans le projet de loi par le fonds de garantie créé à l'alinéa 4 de l'article 6.

Les articles 15 à 24 de la loi de finances rectificative n° 61-825 du 29 juillet 1961.

Ces dispositions instituaient la fusion du marché officiel de Paris et du marché des courtiers en valeurs mobilières, et précisaient le monopole des agents de change pour les négociations de valeurs mobilières: en effet, il avait été admis que le privilège des agents de change, défini au titre V du Code de commerce, ne s'étendait pas à tous les titres. Des intermédiaires libres avaient organisé un marché pour la négociation des valeurs non soumises au privilège des agents de change: ce système de double marché avait été consacré par la loi du 14 février 1942, créant les courtiers en valeurs mobilières.

Comme on l'a vu, le principe du monopole des agents de change -devenus société de bourse- est annoncé à l'article premier du projet de loi.

La loi n° 66-1009 du 28 décembre 1966

La loi abrogée instituait la compagnie nationale des agents de change, à partir des compagnies d'agents de change existantes, par transfert de patrimoine.

L'article 9 du projet de loi prévoit un transfert du patrimoine de la compagnie nationale des agents de change à l'institution financière spécialisée, ce qui justifie l'abrogation de la disposition précitée.

*

* *

Votre commission a adopté l'amendement proposé par son rapporteur et vous demande en conséquence de voter le présent article ainsi modifié.

TABLEAU COMPARATIF

CHAPITRE PREMIER

Les sociétés de bourse.

Article premier.

Texte de référence

Loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit.

Art. 99.

Les établissements qui ont pour activité principale de gérer pour le compte de leur clientèle des portefeuilles de valeurs mobilières en recevant à cet effet des fonds assortis d'un mandat de gestion, ou d'apporter leur concours au placement de telles valeurs en se portant du croire, sont soumis à la présente loi.

Texte proposé par le Gouvernement

Les sociétés de bourse sont seules chargées de la négociation des valeurs mobilières. Elles peuvent se porter contrepartie.

Les sociétés de bourse peuvent également négocier des contrats à terme et des options portant sur les valeurs mobilières. Elles peuvent gérer des portefeuilles de valeurs mobilières. Elles peuvent placer ces valeurs en se portant du croire dans les conditions de l'article 99 de la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit.

Texte proposé par votre Commission

Alinéa sans modification.

Les sociétés...

... mobilières. Elles...
... mobilières.

Les sociétés de bourse peuvent également placer des valeurs mobilières en se portant du croire dans les conditions de l'article 99 de la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit.

Article additionnel après l'article premier.

Texte : Les articles 16 et 17 de la loi n° 64-1278 du 23 décembre 1964 portant loi de finances rectificative pour 1964 demeurent en vigueur.

Article 2.

Texte de référence

—

Code pénal.

Art. 408. — Quiconque aura détourné ou dissipé, au préjudice des propriétaires, possesseurs ou détenteurs, des effets, deniers, marchandises, billets, quittances ou tous autres écrits contenant ou opérant obligation ou décharge, qui ne lui auraient été remis qu'à titre de louage, de dépôt, de mandat, de nantissement, de prêt à usage, ou pour un travail salarié ou non salarié, à la charge de les rendre ou représenter, ou d'en faire un usage ou un emploi déterminé, sera puni des peines portées en l'article 406.

.....

**Texte proposé
par le Gouvernement**

—

Les négociations de valeurs mobilières admises à une bourse qui ne sont pas effectuées par des sociétés de bourse sont nulles. Leurs auteurs sont passibles des peines prévues à l'alinéa premier de l'article 408 du Code pénal.

**Texte proposé
par votre Commission**

—

Conforme.

Article 3.

Texte de référence

—

**Texte proposé
par le Gouvernement**

—

Les sociétés de bourse sont responsables à l'égard de leurs donneurs d'ordres de la livraison et du paiement de ce qu'ils vendent et achètent sur le marché.

**Texte proposé
par votre Commission**

—

Conforme.

Article 4.

Texte de référence

Texte proposé
par le Gouvernement

Texte proposé
par votre Commission

Les sociétés de bourse sont agréées par le Conseil des bourses de valeurs dans les conditions fixées par le règlement visé à l'article 6.

Elles doivent présenter des garanties suffisantes notamment en ce qui concerne la composition et le montant de leur capital, leur organisation, leurs moyens techniques et financiers, l'honorabilité et l'expérience de leurs dirigeants, ainsi que les dispositions propres à assurer la sécurité des opérations de la clientèle.

Conforme.

CHAPITRE II

Le Conseil des bourses de valeurs.

Article 5.

Texte de référence

Texte proposé
par le Gouvernement

Texte proposé
par votre Commission

Il est institué un organisme professionnel doté de la personnalité morale dénommé « conseil des bourses de valeurs » composé de dix membres élus par les sociétés de bourse, d'un représentant des sociétés émettrices et d'un représentant des personnels employés par les sociétés de bourse et par l'institution financière spécialisée visée à l'article 9. Les membres du Conseil sont désignés dans des conditions fixées par décret. Un commissaire du Gouvernement est nommé auprès du conseil par le ministre chargé de l'Economie.

Le conseil élit parmi ses membres un président. Les décisions du conseil sont prises à la majorité. En cas de partage des voix, celle du président est prépondérante.

Alinéa sans modification.

Alinéa sans modification.

Le conseil est chargé de représenter collectivement toutes les sociétés de bourse pour faire valoir leurs droits et intérêts communs.

L'examen des recours contre les décisions du Conseil des bourses de valeurs est de la compétence du juge administratif.

Article 6.

Texte de référence

Texte proposé
par le Gouvernement

Texte proposé
par votre Commission

Le Conseil des bourses de valeurs établit un règlement général homologué par le ministre chargé de l'Economie après avis de la commission des opérations de bourses et de la Banque de France pour ce qui la concerne.

Le règlement général fixe les règles relatives à l'admission aux négociations des valeurs mobilières et à leur radiation, les règles applicables à l'admission, la suspension ou la radiation des sociétés de bourse, les règles relatives au fonctionnement du marché et les mesures nécessaires au contrôle de l'activité des sociétés de bourse.

Le règlement général fixe les conditions dans lesquelles une carte professionnelle est délivrée aux employés des sociétés de bourse.

Il fixe les conditions de constitution et de gestion d'un fonds de garantie destiné à garantir à l'égard de la clientèle les engagements des sociétés de bourse.

Le conseil décide l'admission ou la radiation des valeurs mobilières aux négociations, sauf opposition de la commission des opérations de bourse. Cette commission peut requérir à titre exceptionnel la suspension des cotations afin d'assurer l'information du public et la protection de l'épargne.

Alinéa sans modification.

Alinéa sans modification.

Le règlement...

... délivrée aux personnes placées sous l'autorité ou agissant pour le compte des sociétés de bourse ou de l'institution financière spécialisée.

Il fixe...

... bourse, tels qu'ils résultent des activités visées aux deux premiers alinéas de l'article premier.

Les engagements que les sociétés de bourse prennent à l'égard de leur clientèle à l'occasion de la gestion de portefeuilles de valeurs mobilières sont garantis par le fonds visé à l'alinéa précédent que cette activité soit effectuée par la société en application de l'article 99 de la loi n° 84-16 du 24 janvier 1984 ou en application de l'article premier de la présente loi.

Alinéa sans modification.

Article 7.

Texte de référence

Texte proposé
par le Gouvernement

Texte proposé
par votre Commission

Toute infraction aux lois et règlements applicables aux sociétés de bourse ainsi que tout manquement à leurs obligations professionnelles peut donner lieu à des sanctions par le Conseil des bourses de valeurs.

Toute infraction...

Les sanctions sont le blâme, l'interdiction à titre temporaire ou définitif de tout ou partie des activités et le retrait de l'agrément.

... valeurs. *Le conseil agit soit d'office, soit à la demande du Commissaire du Gouvernement ou de la commission des opérations de bourse.*

Alinéa sans modification.

Le Conseil des bourses de valeurs peut infliger des sanctions pécuniaires dont le montant ne peut être supérieur à cinq millions de francs ou au décuple du montant des profits éventuellement réalisés. Les sommes sont versées au fonds de garantie visé à l'article précédent.

Alinéa sans modification.

Le Conseil des bourses de valeurs peut, en cas d'urgence, prononcer la suspension temporaire d'exercice de tout ou partie de l'activité.

Le Conseil...

... activité.
Le recours contre cette décision ne peut en aucun cas entraîner sa suspension.

Article 8.

Texte de référence

Texte proposé
par le Gouvernement

Texte proposé
par votre Commission

Tout manquement aux obligations professionnelles des employés des sociétés de bourse peut donner lieu à des sanctions par le Conseil des bourses de valeurs. Les sanctions sont le blâme et le retrait temporaire ou définitif de la carte professionnelle. En cas d'urgence, l'employé peut être suspendu. Des sanctions pécuniaires peuvent être infligées en cas de réalisation d'un profit obtenu en méconnaissance de ses obligations professionnelles. L'amende ne peut excéder le triple du profit réalisé.

Tout manquement aux obligations professionnelles en rapport avec le marché financier des personnes placées sous l'autorité ou agissant pour le compte des sociétés de bourse ou de l'institution financière spécialisée visée à l'article 9, peut donner lieu à des sanctions par le Conseil des bourses de valeurs. Les sanctions sont le blâme et le retrait temporaire ou définitif de la carte professionnelle. En cas d'urgence, la personne peut être suspendue, sans que cette décision puisse faire l'objet d'un sursis à exécution. Des sanctions...
...professionnelles. *Le montant des sanctions ne peut...*
...réalisé.

Article 9.

Texte de référence

—

Texte proposé
par le Gouvernement

Les négociations effectuées par les sociétés de bourse sont enregistrées par une institution financière spécialisée constituée par lesdites sociétés. L'institution assure la publicité de ces négociations. Elle apporte en tant que de besoin son soutien au fonds de garantie.

Ses statuts sont approuvés par le ministre chargé de l'Economie. La nomination de son directeur général est soumise à l'agrément du ministre.

Les sommes et les titres déposés auprès de l'institution financière spécialisée en garantie d'opérations de compensation prévues dans le règlement cité à l'article 6 lui sont acquis dans la limite des dettes engendrées envers elle par ces opérations.

Texte proposé
par votre Commission

Les négociations...

... constituée entre lesdites sociétés. L'institution...

... garantie.

Alinéa sans modification.

Alinéa sans modification.

Article 10.

Texte de référence

—

Texte proposé
par le Gouvernement

En cas de carence du Conseil des bourses de valeurs, le Gouvernement prend par décret les mesures nécessitées par les circonstances.

Texte proposé
par votre Commission

Conforme.

CHAPITRE III

Dispositions particulières
à la commission des opérations de bourse.

Article 11.

Texte de référence

Ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967 instituant une commission des opérations de bourse.

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

Texte proposé
par le Gouvernement

Le premier alinéa de l'article 5 de l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967 instituant une commission des opérations de bourse est remplacé par les dispositions suivantes :

« La commission des opérations de bourse peut par une délibération particulière charger des agents habilités de procéder à des enquêtes. Ces agents peuvent se faire communiquer tous documents, quel qu'en soit le support, et en obtenir copie, auprès des sociétés faisant appel public à l'épargne et de leurs filiales, des établissements de crédit et des intermédiaires en opérations de banque, des sociétés de bourse ainsi que des personnes qui en raison de leur activité professionnelle apportent leur concours à des opérations sur valeurs mobilières ou sur les produits financiers cotés ou assurent la gestion de portefeuilles de titres. »

Texte proposé
par votre Commission

Alinéa sans modification.

« Afin d'assurer l'exécution de sa mission, la commission...

... épargne, de leurs filiales, des personnes qui les contrôlent, des établissements...

... titres. »

Article 12.

Texte de référence

Ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967 précitée.

Art. 10.

Texte proposé
par le Gouvernement

Les deux derniers alinéas de l'article 10 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 sont remplacés par l'alinéa suivant :

Texte proposé
par votre Commission

Conforme.

Texte de référence

Les agents de change, banquiers ou auxiliaires des professions boursières et le président, les administrateurs, les directeurs généraux, les gérants et les membres du conseil de surveillance ou du directoire d'une société par actions, ainsi que les membres du personnel d'une société, qui auront refusé aux agents dûment autorisés de la commission des opérations de bourse la communication sur place de pièces utiles à l'exercice de leur mission, sont passibles des peines prévues à l'article 458 de la loi susvisée du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales.

Les personnes convoquées par la commission des opérations de bourse en vue de leur audition dans les conditions prévues à l'article 5 et qui, sans motif légitime, n'auront pas répondu à cette convocation sont passibles de la peine prévue à l'article 484 de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales.

Texte proposé
par le Gouvernement

« Tout obstacle mis à l'exercice des missions des agents habilités par la commission des opérations de bourse telles qu'elles sont définies à l'article 5 sera puni d'un emprisonnement de quinze jours à deux ans et d'une amende de 15 000 F à 2 000 000 F ou de l'une de ces deux peines seulement. »

Texte proposé
par votre Commission

Article 13.

Texte de référence

Art. 10-1. — Seront punis d'un emprisonnement de deux mois à deux ans et d'une amende de 6 000 F à 5 millions de francs, dont le montant pourra être porté au-delà de ce chiffre jusqu'au quadruple du montant du profit éventuellement réalisé, sans que l'amende ne puisse être inférieure à ce même profit, ou de l'une de ces deux peines seulement, les personnes mentionnées à l'article 162-1 de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 modifiée sur les sociétés commerciales et les personnes disposant, à l'occasion de l'exercice de leur profession ou de leurs fonctions, d'informations privilégiées sur les perspectives ou la situation d'un émetteur de titres ou sur les perspectives d'évolution d'une valeur mobilière, qui auront réalisé, ou sciemment permis de réaliser, sur le marché boursier, soit directement, soit par personne interposée, une ou plusieurs opérations sur le fondement desdites informations avant que le public en ait connaissance.

Dans le cas où les opérations auront été réalisées par une personne morale, les dirigeants de droit ou de fait de celle-ci seront pénalement responsables des infractions commises.

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

Texte proposé
par le Gouvernement

I. — Au premier alinéa de l'article 10-1 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 les mots : « sur le fondement desdites informations avant que le public en ait connaissance », sont remplacés par les mots : « avant que le public ait connaissance de ces informations », et les mots : « sur le marché boursier », sont remplacés par les mots : « sur le marché ».

II. — A la fin du dernier alinéa de l'article 10-1 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 les mots : « afin d'agir sur le cours des titres », sont remplacés par les mots : « ou d'un produit financier coté ».

Texte proposé
par votre Commission

Conforme.

Article 14.

Texte de référence

**Texte proposé
par le Gouvernement**

**Texte proposé
par votre Commission**

Il est inséré après l'article 10-2 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 un article 10-3 ainsi rédigé :

« *Art. 10-3.* — Sera punie des peines prévues au premier alinéa de l'article 10-1 toute personne qui, directement ou par personne interposée, aura sciemment exercé ou tenté d'exercer sur le marché d'une valeur mobilière ou d'un produit financier coté une action ayant pour objet d'entraver à son profit le bon fonctionnement du marché ou d'induire autrui en erreur pour l'inciter à acheter ou vendre une valeur mobilière ou un produit financier ou l'en dissuader.

« Les autorités judiciaires recueillent l'avis de la commission des opérations de bourse ainsi que, selon le cas, celui du Conseil des bourses de valeurs ou du Conseil du marché à terme d'instruments financiers. »

Alinéa sans modification.

« *Art. 10-3.* — Sera punie...

... coté une *manœuvre* ayant pour objet...
... profit le fonctionnement régulier du marché.

Alinéa sans modification.

CHAPITRE IV

Dispositions diverses.

Article 15.

Texte de référence

**Texte proposé
par le Gouvernement**

**Texte proposé
par votre Commission**

Loi n° 72-1128
du 21 décembre 1972.

*Relative aux remisiers
et gérants de portefeuille.*

Article premier. — Les remisiers sont les personnes autres que les banques et les établissements financiers qui font profession d'apporter des affaires aux agents de change sans leur être liés par un contrat de travail.

Les gérants de portefeuille sont les personnes autres que les banques, les établissements financiers et les agents de change qui font profession de gérer des portefeuilles de valeurs mobilières pour le compte de leur clientèle.

Le règlement intérieur des sociétés de bourse, des établissements de crédit et des intermédiaires en opérations de banque, des remisiers et gérants de portefeuille visés par la loi n° 72-1128 du 21 décembre 1972 et des organismes de placement collectif en valeurs mobilières prévoit les conditions dans lesquelles les salariés doivent informer leur employeur des opérations de bourse qu'ils effectuent pour leur propre compte, et les obligations qui s'imposent à ces derniers en vue d'éviter la circulation induite d'informations confidentielles.

Le règlement...

... salariés peuvent effectuer des opérations de bourse pour leur propre compte et doivent en informer leur employeur, et les obligations...

... confidentielles.

Article 16.

Texte de référence

Texte proposé
par le Gouvernement

Texte proposé
par votre Commission

Les sociétés de bourse, les établissements de crédit et les intermédiaires en opérations de banque, les remisiers et gérants de portefeuille visés par la loi n° 72-1128 du 21 décembre 1972 et les organismes de placement collectif en valeurs mobilières ne peuvent assurer la gestion des sommes, valeurs ou effets de leur clientèle qu'en vertu d'une convention écrite.

Conforme.

Article 17.

Texte de référence

Texte proposé
par le Gouvernement

Texte proposé
par votre Commission

Le Conseil des bourses de valeurs, la commission des opérations de bourse et la commission bancaire sont autorisés à se communiquer les renseignements nécessaires à l'accomplissement de leurs missions respectives en tenant compte des règles de secret professionnel en vigueur dans chaque organisme.

Les sociétés de bourse doivent communiquer à la Banque de France les informations nécessaires à l'élaboration des statistiques monétaires.

Le Conseil des bourses de valeurs, la commission des opérations de bourse et la Commission bancaire sont autorisés, *nonobstant toute disposition contraire*, à se communiquer les renseignements nécessaires à l'accomplissement de leurs missions respectives. *Les renseignements ainsi recueillis sont soumis aux règles du secret professionnel en vigueur dans l'organisme qui les a communiqués.*

Alinéa sans modification.

Article 18.

Texte de référence

Texte proposé
par le Gouvernement

Texte proposé
par votre Commission

Code général des impôts.

Les biens, droits et obligations de la Compagnie nationale des agents de change sont transférés à l'institution financière spécialisée visée à l'article 9. Le régime défini aux articles 210 A et 816 du Code général des impôts est applicable à cette opération.

Alinéa sans modification.

Art. 210 A. — 1. Les plus-values nettes dégagées sur l'ensemble des éléments de l'actif immobilisé apporté du fait d'une fusion ne sont pas soumises à l'impôt sur les sociétés.

Texte de référence

Il en est de même, jusqu'au 31 décembre 1987, de la plus-value éventuellement dégagée par la société absorbante lors de l'annulation des actions ou parts de son propre capital qu'elle reçoit ou qui correspondent à ses droits dans la société absorbée.

2. L'impôt sur les sociétés n'est applicable aux provisions figurant au bilan de la société absorbée que si elles deviennent sans objet.

3. L'application de ces dispositions est subordonnée à la condition que la société absorbante s'engage, dans l'acte de fusion, à respecter les prescriptions suivantes :

a) Elle doit reprendre à son passif :

D'une part, les provisions dont l'imposition est différée ;

« Art. 816. — I. A la condition d'être présentés à la formalité fusionnée ou à l'enregistrement avant le 1^{er} janvier 1988, les actes qui constatent des opérations de fusion auxquelles participent exclusivement des personnes morales ou organismes passibles de l'impôt sur les sociétés bénéficient du régime suivant :

1° Il est perçu un droit fixe d'enregistrement ou une taxe fixe de publicité foncière de 1 220 F.

2° Le droit proportionnel de 12 % prévu au 1° du I de l'article 812 est réduit à 1,20 %.

Il se calcule jusqu'au 31 décembre 1987 sur la valeur de l'actif net de la société absorbée sous déduction du montant libéré et non amorti du capital social.

Quelle que soit sa date, l'incorporation au capital des primes de fusion dégagées sur des opérations devenues définitives depuis le 1^{er} août 1965 mais avant le 1^{er} janvier 1976 donne ouverture à un droit proportionnel de 1,20 %.

Les prélèvements et versements auxquels ont pu donner lieu les réserves des sociétés parties à la fusion ne peuvent s'imputer en aucun cas sur le droit de 1,20 %.

3° La prise en charge du passif dont sont grevés les apports mentionnés dans ces actes est exonérée de tous droits et taxes de mutation ou de publicité foncière.

**Texte proposé
par le Gouvernement**

**Texte proposé
par votre Commission**

En contrepartie, l'institution financière spécialisée remet à chacun de ses membres ses propres actions au prorata des droits qu'ils ont acquis dans les réserves de la Compagnie nationale.

Les dispositions de la présente loi n'ont pas pour effet de modifier ou annuler les contrats et accords collectifs de travail en vigueur à la date de la promulgation de la présente loi.

Ces contrats et accords demeurent soumis aux dispositions du titre III du Livre premier du Code du travail.

Alinéa sans modification.

Alinéa sans modification.

Article 19.

Texte de référence

Texte proposé
par le Gouvernement

Texte proposé
par votre Commission

Les agents de change en fonction à la date de publication de la présente loi exercent de plein droit les activités des sociétés de bourse.

Les agents...

... bourse. Ils sont autorisés à ouvrir, dans des proportions qu'ils choisissent, le capital de leur charge à des actionnaires extérieurs, nonobstant toute disposition contraire.

Aucune société de bourse nouvelle ne sera agréée avant le 31 décembre 1991.

Aucune société...

... décembre 1990.

Le syndic des agents de change agit comme administrateur général de l'institution financière spécialisée, jusqu'à la mise en place d'un Conseil des bourses de valeurs.

Le règlement de la Compagnie nationale des agents de change s'applique aux sociétés de bourse, sous réserve des dispositions de l'article 9, jusqu'à ce que le règlement prévu à l'article 6 lui soit substitué.

Article 20.

Texte de référence

Texte proposé
par le Gouvernement

Texte proposé
par votre Commission

Dans tous les textes législatifs et réglementaires en vigueur, les mots : « agents de change », sont remplacés par les mots : « sociétés de bourse », et les mots : « Chambre syndicale des agents de change », sont remplacés par les mots : « Conseil des bourses de valeurs ».

Conforme.

Dans toutes les dispositions législatives en vigueur, l'expression « admises à la cote officielle d'une bourse de valeurs ou au second marché », est remplacée par les mots : « admises aux négociations par le Conseil des bourses de valeurs ».

Article 21.

Texte de référence

Texte proposé
par le Gouvernement

Texte proposé
par votre Commission

La présente loi est applicable dans les territoires d'outre-mer ainsi que dans la collectivité territoriale de Mayotte.

La présente loi...

... dans les collectivités territoriales de Mayotte et de Saint-Pierre-et-Miquelon.

Article 22.

Texte de référence

Loi de finances rectificative pour 1964 (n° 64-1278) du 23 décembre 1964.

Art. 16. A compter de la date de la promulgation de la présente loi, toute cession à titre onéreux entre deux personnes morales, ou entre une personne morale et une personne physique, portant sur la pleine propriété de valeurs mobilières admises à une cote officielle ou à la cote du second marché d'agents de change ou ayant figuré au relevé quotidien des valeurs non admises à une cote dans le mois précédant la date de l'opération doit être effectuée par l'intermédiaire d'un agent de change.

Les infractions aux dispositions de l'alinéa premier du présent article sont constatées par les agents de l'administration des impôts. Les cessions effectuées en contravention desdites dispositions sont nulles ; toutefois, la nullité reste sans effet sur les impositions établies à raison desdites cessions. En outre, le vendeur est passible d'une amende fiscale égale au double de la valeur des titres. L'amende est recouvrée et les instances sont introduites et jugées comme en matière d'enregistrement.

« Les dispositions du présent article ne sont applicables ni aux cessions entre deux sociétés lorsque l'une d'elles possède au moins 20 % du capital de l'autre, ni à celles qui, incluse dans une convention autre qu'une vente pure et simple, en constituent un élément nécessaire. »

L'article 6 de l'ordonnance n° 59-247 du 4 février 1959 relative au marché financier est abrogé.

Art. 17. Les dispositions de l'article précédent ne sont applicables ni aux cessions entre une personne morale autre qu'une société et une société lorsque la personne morale possède au moins 20 % du capital de la société, ni aux cessions entre sociétés d'assurances appartenant au même groupe, ni aux cessions entre personnes morales et organismes de retraite ou de prévoyance dont elles assurent la gestion.

TITRE V

**DES BOURSES DE COMMERCE,
AGENTS DE CHANGE ET COURTIERS**

**Texte proposé
par le Gouvernement**

Les articles 16 et 17 de la loi de finances rectificative pour 1964 (n° 64-1278) du 23 décembre 1964 demeurent en vigueur.

Le titre V du Code de commerce, en tant qu'il concerne les agents de change à l'exclusion du deuxième alinéa de l'article 76, l'ordonnance n° 58-1185 du 10 décembre 1958 portant

**Texte proposé
par votre Commission**

Supprimé.

Alinéa sans modification.

Texte de référence

Texte proposé
par le Gouvernement

Texte proposé
par votre Commission

Section I. Des bourses de commerce.

Art. 71. — La bourse de commerce est la réunion qui a lieu, sous l'autorité du Gouvernement, des commerçants, capitaines de navires, agents de change et courtiers.

Art. 72. — Le résultat des négociations et des transactions qui s'opèrent dans la bourse détermine le cours du change, des marchandises, des assurances, du fret ou nolis, du prix des transports par terre ou par eau, des effets publics et autres dont le cours est susceptible d'être coté.

Art. 73. — Ces divers cours sont constatés par les agents de change et courtiers, dans la forme prescrite par les règlements de police généraux ou particuliers.

Section II. — Des agents de change et courtiers.

Art. 74. — La loi reconnaît, pour les actes de commerce, des agents intermédiaires, savoir : les agents de change et les courtiers.

Il y en a dans toutes les villes qui ont une bourse de commerce.

Art. 75. — Les agents de change peuvent constituer des sociétés dont l'objet exclusif est l'exploitation de l'office.

Ces sociétés revêtent la forme soit de société en commandite simple, soit de société anonyme.

Art. 75-1. — Le titulaire ou les cotitulaires de l'office sont les gérants des sociétés en commandite simple.

L'article 28 de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales n'est pas applicable aux actes effectués, dans la limite de leur procuration, par les fondés de pouvoir et les commis principaux lorsqu'ils sont commanditaires.

Art. 75-2. — La désignation de toutes personnes autres qu'un agent de change aux fonctions de président du conseil d'administration ou de membre du directoire d'une société anonyme constituée pour l'exploitation d'un office d'agent de change est subordonnée à l'agrément du ministre de l'Economie et des Finances, sur proposition de la chambre syndicale.

Les interdictions prévues pour les agents de change par les dispositions législatives et réglementaires en vigueur leur sont applicables de plein droit.

extension de la garantie des chambres syndicales d'agents de change et modification de l'article 90 du Code de commerce, les articles 15 à 24 de la loi de finances rectificative n° 61-825 du 29 juillet 1961 et la loi n° 66-1009 du 28 décembre 1966 modifiant le statut des agents de change sont abrogés.

Texte de référence

Texte proposé
par le Gouvernement

Texte proposé
par votre Commission

Elles sont passibles, en cas d'infraction à ces dispositions, des mêmes peines, à l'exception de la destitution, prononcées selon les mêmes procédures.

Art. 75-3. — Les actes relatifs aux sociétés anonymes constituées pour l'exploitation des offices d'agents de change ainsi que les cessions d'actions sont soumis à l'approbation de la chambre syndicale et communiqués au ministre de l'Economie et des Finances.

Art. 76. — Les agents de change, constitués de la manière prescrite par la loi, ont seuls le droit de faire les négociations des effets publics et autres susceptibles d'être cotés ; de faire pour le compte d'autrui les négociations des lettres de change ou billets, et de tous papiers commerciaux, et d'en constater le cours.

Les agents de change pourront faire, concurremment avec les courtiers de marchandises, les négociations et le courtage des ventes ou achats des matières métalliques. Ils ont seuls le droit d'en constater le cours.

Les agents de change ont concurremment avec les établissements mentionnés à l'article 8 de la loi du 28 mars 1885 sur les marchés à terme le droit de faire les négociations de contrats à terme d'instruments financiers et d'en constater le cours.

Art. 77. — Il y a des courtiers de marchandises, des courtiers interprètes et conducteurs de navires, des courtiers de transport par terre et par eau.

Art. 78. — *Abrogé.*

Art. 79. — *Abrogé.*

Art. 80. — Les courtiers interprètes et conducteurs de navires font le courtage des affrètements ; ils ont, en outre, seuls le droit de traduire, en cas de contestations portées devant les tribunaux, les déclarations, chartes-parties, connaissements, contrats, et tous actes de commerce dont la traduction serait nécessaire ; enfin, de constater le cours du fret ou du nolis.

Dans les affaires contentieuses de commerce, et pour le service des douanes, ils serviront seuls de truchement à tous étrangers, maîtres de navires, marchands, équipages de vaisseau et autres personnes de mer.

Art. 81. — Le même individu peut, si l'acte du Gouvernement qui l'institue l'y autorise, cumuler les fonctions d'agent de change, de courtier de marchandises, et de courtier interprète et conducteur de navire.

Texte de référence

Art. 82. — Les courtiers de transport par terre et par eau, constitués selon la loi, ont seuls, dans les lieux où ils sont établis, le droit de faire le courtage des transports par terre et par eau ; ils ne peuvent cumuler, dans aucun cas et sous aucun prétexte, les fonctions de courtiers de marchandises ou de courtiers conducteurs de navires, désignés aux articles 78 et 80.

Art. 83. — Ceux qui ont été frappés de tout ou partie des déchéances de la faillite personnelle ne peuvent être agents de change s'ils n'ont pas été réhabilités.

Art. 84. — Les agents de change et les courtiers interprètes conducteurs de navires sont tenus d'avoir un livre revêtu des formes prescrites par l'article 11.

Ils sont tenus de mentionner dans ce livre, jour par jour, et par ordre de dates, sans ratures, interlignes ni transpositions, et sans abréviations ni chiffres, toutes les conditions des négociations et, en général, de toutes les opérations faites par leur entremise.

Art. 85. — Un agent de change, ou courtier ne peut, dans aucun cas et sous aucun prétexte, faire des opérations de commerce ou de banque pour son compte.

Il ne peut s'intéresser directement ni indirectement, sous son nom, ou sous un nom interposé, dans aucune entreprise commerciale.

Les interdictions ci-dessus ne font pas obstacle à ce que les agents de change, dans les conditions fixées par le règlement de leur compagnie, assurent la gestion de portefeuilles de valeurs mobilières et fassent eux-mêmes la contrepartie des opérations qui leur sont confiées sur les titres inscrits à la cote ou figurant au relevé quotidien des valeurs non admises à la cote. Ils peuvent également constituer des sociétés ayant pour objet principal de vendre ou d'acheter des titres en contrepartie, y compris dans les transactions où ils sont mandataires, ou y prendre des participations. Ils peuvent diriger ou administrer ces sociétés. Les conditions de constitution de ces dernières ainsi que les dispositions obligatoires de leurs statuts sont fixées par décret.

Art. 86. — Abrogé.

Art. 87. — Toute contravention aux dispositions énoncées dans les deux articles précédents entraîne la peine de destitution, et une condamnation d'amende, qui sera prononcée par le tribunal de police correctionnelle et qui ne peut être au-dessus de 3 000 F (30 F) (1), sans préjudice de l'action des parties en dommages et intérêts.

Texte proposé
par le Gouvernement

Texte proposé
par votre Commission

Texte de référence

Art. 88. — Tout agent de change ou courtier destitué en vertu de l'article précédent ne peut être réintégré dans ses fonctions.

Art. 89. — Abrogé.

Art. 90. — Un décret en Conseil d'Etat fixe les conditions relatives à la négociation et à la transmission de la propriété des effets publics et autres susceptibles d'être cotés ainsi que les conditions d'exécution par les agents de change des marchés à terme portant sur une valeur mobilière déterminée et des marchés portant sur la livraison à terme d'une valeur mobilière déterminée, et généralement à l'exécution des dispositions contenues dans le présent titre.

Ordonnance n° 58-1185 du 10 décembre 1958.

Portant extension de la garantie des chambres syndicales d'agents de change et modification de l'article 90 du Code de commerce.

Article premier. — La garantie de la Chambre syndicale, définie à l'article 55 du décret du 7 octobre 1890 modifié, est étendue dans toutes les bourses aux obligations qui résultent, pour les membres de la compagnie nationale des agents de change, des dépôts, dans leurs offices, de valeurs mobilières ou de sommes d'argent, à l'exception des devises étrangères et des matières métalliques.

Art. 2. — Le taux des cautionnements des agents de change sera fixé par arrêté du ministre des Finances après avis de la commission des opérations de bourse.

Art. 3. — Mod. C. com., art. 90, mod. à nouveau.

Le cautionnement est affecté par premier privilège à la garantie des condamnations qui peuvent être prononcées contre l'agent de change par suite de l'exercice de ses fonctions.

Loi de finances rectificative pour 1961
(n° 61-825) du 29 juillet 1961.

Art. 15. — A compter d'une date qui sera fixée par décret en Conseil d'Etat, le marché officiel de Paris et le marché des courtiers en valeurs mobilières seront fusionnés.

Les négociations de valeurs mobilières seront toutes effectuées par des agents de change constitués de la manière prescrite par les lois.

Art. 16. — (Indemnisation des courtiers en valeurs mobilières près la Bourse de Paris.)

**Texte proposé
par le Gouvernement**

**Texte proposé
par votre Commission**

Texte de référence

Art. 17. — A titre transitoire et dans les conditions fixées par le décret visé à l'article 15 ci-dessus, les sociétés prévues à l'article 75 du Code de commerce peuvent comprendre en outre un ou plusieurs cogérants. En ce qui concerne l'exercice de la profession, ces cogérants ont des droits et privilèges égaux à ceux du titulaire ou des cotitulaires de l'office, qu'ils peuvent remplacer en toutes circonstances, à l'exception de celles dans lesquelles la qualité d'officier ministériel est requise par la loi. — *La période transitoire a pris fin le 1^{er} janvier 1972.*

La désignation des cogérants est subordonnée à l'agrément préalable du ministre de l'Economie et des Finances.

Les cogérants sont solidairement responsables avec le titulaire ou avec les cotitulaires de l'office de tous les engagements de la société.

Ils sont soumis aux interdictions prévues pour les agents de change par les dispositions législatives et réglementaires en vigueur; ils sont passibles, en cas d'infraction à ces dispositions, des mêmes peines, à l'exception de la destitution.

Art. 18. — Sont nulles toutes négociations de valeurs mobilières faites par des intermédiaires sans qualité.

Art. 19. — Tout contrevenant aux dispositions du deuxième alinéa de l'article 15 ci-dessus sera puni d'une amende de 5 000 à 60 000 F.

La même peine est applicable à toute personne qui aura eu recours, en connaissance de cause, à un intermédiaire effectuant indûment les négociations de valeurs mobilières.

Les poursuites ne pourront être engagées que par le ministère public agissant d'office, ou, sur constitution de partie civile, par la compagnie des agents de change au préjudice de laquelle l'infraction aura été commise.

Art. 20. — La commission des opérations de bourse, les chambres syndicales d'agents de change et la commission de Contrôle des banques peuvent se communiquer les renseignements nécessaires à l'accomplissement de leurs missions respectives.

Art. 21. — Abrogé.

Art. 22. — Le titre III de la loi du 14 février 1942 est abrogé à compter de la date visée à l'article 15 ci-dessus.

Art. 23. — Abrogé.

Texte proposé
par le Gouvernement

Texte proposé
par votre Commission

Texte de référence

Art. 24. — Un décret en conseil d'Etat fixera, en tant que de besoin, les modalités d'application des articles 15 à 22 ci-dessus, et notamment les règles générales de fixation des indemnités prévues à l'article 16.

Loi n° 66-1009 du 28 décembre 1966, modifiant le statut des agents de change.

Art. premier. — Les agents de change exerçant leur ministère près des bourses à parquet constituent une compagnie nationale qui est placée sous l'autorité d'une chambre syndicale unique et dont le siège est à Paris.

Art. 2. — Les compagnies d'agents de change et les chambres syndicales actuellement existantes sont dissoutes à compter de l'entrée en vigueur de la présente loi.

Le patrimoine de ces compagnies est transféré à la compagnie nationale. Celle-ci assume la responsabilité incombant, le cas échéant, à une compagnie dissoute, en raison de faits antérieurs à ce transfert, dans les limites précédemment en vigueur et sans que cette responsabilité puisse excéder du chef de chaque compagnie dissoute l'actif net transféré par celle-ci. Les droits des agents de change dans la caisse commune de la compagnie nationale seront fixés par le règlement de ladite compagnie, en respectant les droits de chacun d'eux dans les caisses communes des compagnies dissoutes.

Art. 3. — Des agents de change d'une même bourse ou de bourses différentes peuvent, sous réserve de l'approbation du ministre de l'Economie et des Finances, conclure entre eux des conventions relatives à la fusion de leurs offices. Ces conventions peuvent prévoir que les agents de change dont les offices sont fusionnés, deviendront cotitulaires du nouvel office.

Art. 4 et 5. — *Mod. C. com, art. 75 et 85, mod. à nouveau.*

Art. 6. — *V. supra, L. n° 61-825 du 29 juillet 1961, art. 17.*

Art. 7. — *V. supra, Ord. n° 58-1185 du 10 déc. 1958, art. premier.*

Art. 8. — L'application des dispositions de la présente loi et du décret visé à l'article 9 ne pourra porter atteinte aux avantages et garanties dont bénéficient, en vertu de leurs contrats individuels de travail et des conventions collectives en vigueur, les membres du personnel employé par les agents de change et par leurs chambres syndicales.

Texte proposé
par le Gouvernement

Texte proposé
par votre Commission

Texte de référence

Art. 9. — Un décret en Conseil d'Etat déterminera les modalités d'application de la présente loi qui entrera en vigueur le premier jour du deuxième mois qui suivra la publication de ce décret.

**Texte proposé
par le Gouvernement**

**Texte proposé
par votre Commission**
